الجمهوريـــة الجزائريـــة الديمقراطيـــة الشعبيـــة

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليـــم العالـــي و البحـــث العلمـــي

Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

جامعـــة منتـــوري قسنطينـــة

Université Mentouri Constantine

كليـــة العلـــوم الاقتصاديـــة
و علـــوم التسيـــير
مدرســـة الدكتـــوراه اقتصـاد و مناجمنت

Faculté des Sciences Economiques
Et sciences de Gestion
Ecole Doctorale En Economie et Management

أثـــر العولمـــة الماليـــة عـــلى أداء الأســـواق المالية الناشـــئة

- حالتي كوريا الجنوبية و إندونيسيا -

مذكـرة مكمـلة لنيـل شهـادة الماجستـير في العـلوم الاقتصاديـــة

تخصص : التمـويل الدولـي و المؤسسات النقديـة و الماليـة.

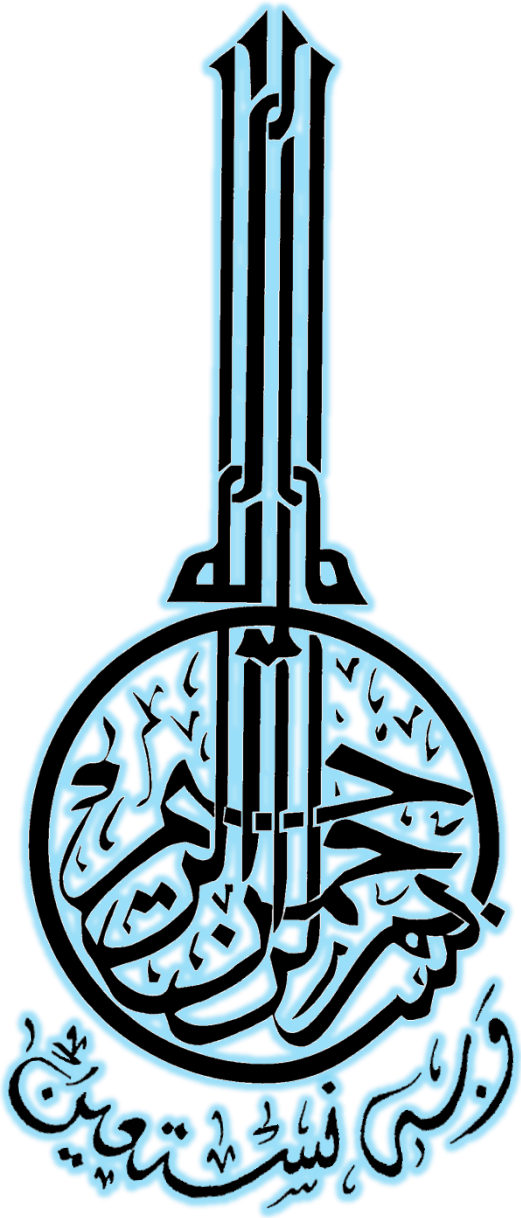
من إعداد الطالـــب :
سفيـــان حلـــوفي

الأستـــاذ المشرف :
د. عبد الباقـــي روابـــح

لجنـــة المناقشـــة :

أ.د/العربي دخمـوش	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينـــة	رئيـسا
د/عبد الباقي روابـح	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينـــة	مقـررا
د/محمود سحنـــون	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينـــة	مناقشا
د/عبد الحق بوعتـروس	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينـــة	مناقشا

السنـة الجامعيـــة : 2011/2010


بسم الله الرحمن الرحيم
وإياك نستعين

إِهْدَاءٌ

إلى:

والديَّ الكريمين..، الذَيْنِ ربياني صغيرا.. وأحاطاني بعونهما ودعائهما..، أهديكما ثمرة من غرسكما..، وقطرة من فيضكما..، وفاء لبعض حقكما...

إلى:

إخوتي الأعزاء وأقربائي النبلاء..، الذين بذلوا من أجلي جهدًا كبيرًا، وصبروا عني صبرًا جميلاً...

إلى:

أساتذتي الفضلاء..، أولئك الشموع التي بذلت بعضها فأنارت لي طريق العلم..، وبددت دوني ظلمات الوهم..، لا أستثني منهم أحدا...

إلى:

الأصدقاء الأوفياء..، الذين -بحمد الله- إذا عصفت المحنة يهرعون..، وإذا لاحت المنحة -تعففاً- يقصرون...

سفيان.

شُكْرٌ وَتَقْدِيرٌ

وقوفا عند قول النبي –صلى الله عليه وسلم–: «لاَ يَشْكُرُ اللَّهَ مَنْ لاَ يَشْكُرُ النَّاسَ»، أتقدّم بأسمى عبارات الشكر والعرفان إلى مشرفي على الرسالة: الدكتور عبد الباقي روابح، الذي كان له الفضل علي –بعد الله عز وجل– في إتمام هذا العمل وإكماله، فقد أفاض عليه من علمه، وصقله بفهمه، وتابعة خطوة خطوة حتى استوى على سوقه وآتى أكله.... فجزاه الله خير الجزاء.

كما أقدّم امتناني الكبير إلى الأساتذة الكرام؛ أعضاء لجنة المناقشة، على منحهم إيانا جزء من وقتهم الثمين في مناقشة هذه المذكرة وإثرائها بملاحظاتهم القيمة.

كما أشكر عمال مكتبة العلوم الاقتصادية علوم التسيير بقسنطينة، وكذا عمال مكتبة المدرسة العليا للبنوك والمدرسة العليا للتجارة على تعاونهم وحسن تعاملهم.

ولا يفوتني شكر كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنهاء هذا العمل، فجزاهم الله جميعا خير ما يجزي به عباده المخلصين.

سفيان.

المقدمة العامة

تميزت نهاية القرن العشرين بانفتاح مالي كبير واتجاه سريع نحو العولمة المالية، التي فرضت نمطا جديدا للعلاقات المالية الدولية في ظل نظام مالي جديد يقوم على الكفاءة في تخصيص الموارد المالية عبر العالم، غير أن الحركة تميزت باضطراب نسبي وعدم الاستقرار في الأسواق المالية، مما انعكس سلبا على الأسواق الناشئة، حيث يؤكد بعض المحللين أن الأزمات المالية التي شهدتها بعض هذه الأسواق الناشئة هي نتيجة طبيعية للحركة السريعة وغير المقيدة لرؤوس الأموال الدولية بفعل التحرير المالي والنقدي.

وعلى الرغم من تلك الاضطرابات، إلا أن أثر العولمة المالية يبقى مهما في التطور الكبير والتوسع الذي شهدته الأسواق المالية الناشئة في بداية التسعينات وحتى بعد فترة الأزمات، بقيت هذه الأسواق المالية عنصرا فعالا ضمن الحركة الدولية لرؤوس الأموال.

إن الاندماج الايجابي للأسواق المالية الناشئة في المنظومة المالية العالمية سمح لبلدانها بشكل أو بآخر بالاستفادة من المدخرات المالية الضخمة، كما أتاح فرصا أكبر للمستثمرين المحليين أو الدوليين على حد سواء بتنويع محافظهم كما فتح المجال لتلك الأسواق من أجل تحسين أدائها، من خلال مسايرتها للتطور الحاصل في الأسواق المالية الكبرى وتحقيق نوع من التوازن في ظل الحركية و التفاعل الكبيرين اللذين تفرضهما العولمة المالية.

وبالنظر إلى واقع الأسواق المالية لبلدان أمريكا اللاتينية وبعض بلدان جنوب شرق آسيا وبالرغم من الانتكاسة التي عرفتها الأسواق الناشئة من القرن الماضي(1998/1997/1995)، إلا أن هذه الأسواق بقيت تتمتع بكفاءة عالية في تخصيص الموارد من جهة وتحقيق نمو اقتصادي معتبر من جهة أخرى، بسبب التطور التكنولوجي والمعلوماتي غير المسبوق وكذلك توفر الكفاءات والأموال اللازمة ونتيجة الترابط الكبير بين الأسواق العالمية، فبالنسبة لدول جنوب شرق آسيا بدأت الأزمة في تايلاند حيث إن الثقة في العملات الأسيوية فقدت وانتقلت عدوى الأزمة إلى البلدان المجاورة، وكذلك الأمر بالنسبة للمكسيك ونتيجة عجزها عن تسديد الديون فقد المستثمرون الثقة في البيزو الأمر الذي أدى إلى بالمستثمرين إلى سحب مبالغ ضخمة خارج الحدود المكسيكية وفي الحالتين تدخل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة بتقديم تسهيلات للدول المعنية بعد أن فرض مشروطيته التي تضمنت إجراء جملة من التغييرات الهيكلية وبالتالي فإن صندوق النقد الدولي لا يزال يقوم بمهمة توجيه الدول لتجنب الوقوع في أزمات مماثلة ومن أجل زيادة مناعتها وضمان سلامة النظام المالي الدولي ككل.

❖ إشكالية الموضوع:

إن هذا الوضع للأسواق الناشئة يقدنا إلى طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة ؟

هذا السؤال يقودنا إلى التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما مفهوم العولمة المالية ؟ وما هي أسسها ومظاهرها ؟ وما هي ايجابياتها وسلبياتها ؟
2. ماذا نقصد بالأسواق المالية الناشئة ؟ وما هي تصنيفاتها المختلفة ؟ وكيف يتأثر أداؤها بالعولمة المالية ؟

3. ما هي الإجراءات الواجب اتخاذها من أجل تنظيم هذه الأسواق والمحافظة على استقرارها للحد من مخاطر الانفتاح غير المقيد ؟

4. كيف يمكن الاستفادة من اندماج الأسواق المالية الناشئة في سوق مالية دولية لزيادة أداء هذه الأسواق بشكل عام، وأداء سوقي كوريا الجنوبية و إندونيسيا بشكل خاص ؟

❖ **أسباب اختيار الموضوع:**

تكمن أهمية الموضوع في النقاط التالية:

1. العولمة المالية كفكر وكظاهرة تفرض نفسها من خلال هيئات ومنظمات دولية، فمسألة تحرير حركة رؤوس الأموال قد أصبحت حقيقة و لم تعد اختيارا.

2. التطور الكبير والنمو السريع الذي شهدته الأسواق المالية الناشئة- بالتركيز على سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا- قبل إصابتها بالأزمات في نهاية التسعينات، فضلا عن النتائج الايجابية خلال بداية الألفية الثالثة.

3. الحركية السريعة للأسواق المالية الناشئة وزيادة ترابطها كنتيجة طبيعية للتطور الكبير في وسائل الاتصال والتكنولوجيا.

4. قلة الدراسات التي أجريت في هذا المجال مقارنة بالأهمية الكبيرة التي تمثلها كل من ظاهرتي العولمة المالية والأسواق المالية الناشئة مما يتطلب المزيد من الدراسة و التحليل.

❖ **فرضيات البحث:**

يمكن وضع إطار للدراسة من خلال الفرضيات التالية:

1. صاحب العولمة المالية تذبذب وعدم استقرار في الأسواق بسبب المضاربات المتزايدة، مما يؤدي إلى عدم الاستقرار في النظام المالي الدولي ويولد عدم الثقة في الأسواق الناشئة بشكل خاص.

2. تعتبر الأسواق المالية الناشئة تلك الأسواق المتواجدة في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، إلا أنه بالرغم من ذلك بإمكانها أن تستجيب للطلب المحلي على رؤوس الأموال وأن توفر للعديد من المستثمرين المحليين والأجانب فرص استثمار أموالهم.

3. بإمكان الأسواق المالية الناشئة أن تستفيد من بعض جوانب العولمة المالية لتطور كفاءتها وتحسين أدائها من خلال الاستفادة من تجربة الأسواق المتطورة وإتباع سياسات تأهيلية لاقتصادياتها.

4. تساهم رؤوس الأموال الداخلة إلى الأسواق المالية الناشئة في تنشيط وتفعيل أدائها.

❖ **أهداف البحث:**

وفي إطار معالجة الإشكالية الرئيسية فإنّ هذا البحث يصبو إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل فيما يلي:

1. التعرف على العولمة المالية كمفهوم و إبراز الآثار المترتبة عنها كواقع من خلال التعرض للمبادئ المختلفة التي تقوم عليها.

2. دراسة لمختلف التحديات المرتبطة بتحرير الأسواق الناشئة ومدى قدرتها على احتواء الآثار السلبية وتعظيم الإيجابيات.

3. القيام بتحليل أداء سوقي كوريا الجنوبية و إندونيسيا من أجل تبيان التحديات التي تواجههما.

❖ **منهج البحث:**

تستند هذه الدراسة إلى استخدام المنهج الوصفي الذي يسمح بدراسة ظاهرة عولمة الأسواق المالية الناشئة بكل أبعادها ودراسة أثارها على أداء هذه الأسواق، كما سيتم إتباع دراسة منهج دراسة الحالة، حيث تم التركيز على حالتين محددتين هما سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا ، وقد وقع الاختيار على هذين السوقين لتوفر بعض المميزات لكل منهما والتي تساعد في تحقيق الهدف من الدراسة.

وسيتم استخدام أسلوب الارتباط كأداة لتحليل البيانات والإحصائيات ولدراسة علاقتهما بالانفتاح المالي في السوقين.

❖ **أدوات البحث:**

لقد تم الاعتماد على مصادر متنوعة من كتب وبحوث في كل من العولمة المالية والأسواق المالية الناشئة، بالإضافة إلى بعض البيانات والمقالات المنشورة عن البلدين محل الدراسة كما تمت الاستعانة ببعض مواقع الانترنيت المعروفة و المقبولة كمصدر للإحصائيات فيما يتعلق بسوقي كوريا الجنوبية و إندونيسيا.

❖ **خطة البحث:**

من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المسطرة في هذه المذكرة تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول كما يلي:

الفصل الأول: سيتم التعرض فيه من خلال أربعة مباحث لدراسة الإطار النظري للعولمة الاقتصادية في المبحث الأول ومؤسساتها الثلاث – صندوق النقد الدولي، البنك العالمي والمنظمة العالمية للتجارة- في البحث الثاني وتم التركيز على مختلف جوانب العولمة المالية والشكل الجديد الذي أدخلته على هيكل النظام المالي الدولي في المبحث الثالث، بالإضافة إلى الاتجاهات الحديثة للصناعة المصرفية في ظل النظام المالي الدولي الجديد في مبحث رابع.

الفصل الثاني: يدرس في ثلاثة مباحث ظاهرة الأسواق المالية الناشئة، انطلاقا من الإطار النظري للأسواق المالية في المبحث الأول ودراسة مختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وأسس كفاءته في المبحث الثاني، وأخيرا إلى مفهوم وأهم خصائص الأسواق المالية الناشئة بالإضافة إلى مختلف المعايير أو مؤشرات الأداء.

الفصل الثالث: تم التطرق إلى الأزمات المالية، لمفهومها، أنواعها وأسبابها ومختلف تفسيرتها في المبحث الأول، ثم استعراض بعض الأزمات المشهورة التي شهدها القرن الماضي من أزمة الكساد الكبرى 1929 وأزمة 1987، وأهم الأزمات التي مست الأسواق المالية الناشئة في التسعينيات وأخيرا الأزمة المالية العالمية 2008 الذي

مازال تأثيرها يمتد إلى الآن على مختلف البلدان المتقدمة والناشئة في المبحث الثاني، والمبحث الثالث تم تخصيصه لدراسة آليات مواجهة الأزمات من طرف صندوق النقد الدولي.

الفصل الرابع: تم التعرض فيه إلى دراسة سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا من خلال مبحثين على التوالي أما المبحث الثالث فخصص لدراسة أثر الانفتاح المالي على أداء سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا ومحاولة قياس هذا الأثر انطلاقا من معايير الأداء.

◆◆◆

الفصل الأول:

عولمة النظام المالي

تمهيـــد:

تعتبر العولمة من مواضيع الساعة التي لازالت تثير عدة نقشات، لما لها من تأثيرات على جميع مناحي الحياة الاقتصادية، فتكون الأسواق العالمية وتحركات الأسعار والتغيرات في حجم ونوعية الإنتاج وتوجهات التجارة الخارجية وتنامي الشركات المتعددة الجنسيات وتحركات رؤوس الأموال الساخنة التي تستخدم بشكل مؤثر في المضاربة الدولية،كلها متغيرات من شأنها أن تؤثر في سيرورة النظام العالمي، وفي هذا الصدد تبرز السوق المالية بصفتها أحد ركائز النظام المالي الجديد كمتغير تأثر وأثر بتلك الأحداث من خلال ما يعرف بالعولمة المالية. وتعتبر عولمة الأسواق المالية من بين أهم مظاهر الاتجاهات العالمية الجديدة، إذ أصبح التمويل خاصة منه الطويل الأجل، العنصر المحرك لجميع العمليات الأخرى، فبعد ما كانت العولمة التجارية هي القائم بهذه الوظيفة، حلت محلها العولمة المالية لتأخذ حيزا كبيرا من البحوث والدراسات.

وفي هذا السياق تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث؛ تناول الأول الإطار النظري للعولمة الاقتصادية، و أهتم الثاني بدراسة مفصلة لمؤسسات العولمة الاقتصادية، أما المبحث الثالث فتم التطرق من خلاله إلى حيثيات العولمة المالية، وأهتم المبحث الرابع بعرض الاتجاهات الحديثة للصناعة المصرفية في ظل العولمة المالية.

المبحث الأول: العولمة الاقتصادية.

لقد كثر الحديث عن العولمة في السنوات الأخيرة، وأضحت تشكل محورا رئيسيا يثير الكثير من الاهتمام والحرص على تفسيرها من مختلف جوانبها أين تناولها بالحديث الباحثون والخبراء الاقتصاديون والأوساط الجامعية والإعلامية وكذلك مختلف الحساسيات الفكرية والسياسية وحتى دول العالم نفسها عبر عقد ندوات وملتقيات ومحاضرات.

المطلب الأول: مفهوم العولمة.

أصبحت العولمة من أبرز الظواهر في التطور العالمي على جميع المستويات الاقتصادية والثقافية والسياسية ويظهر الأدب الاقتصادي تباينا في الآراء حول تحديد مفهومها والتي يمكن أن نذكر أهمها:

- العولمة ترجمة لكلمة:"MONDIALISATION "الفرنسية وتعني جعل الشيء على مستوى عالمي أي نقله من المحدود المراقب إلى اللاّمحدود الذي ينأى عن كل مراقبة، والمحدود هنا هو أساسا الدولة القومية التي تتميز بحدود جغرافية وبمراقبة الجمارك وتنقل السلع، إضافة إلى حماية ما بداخلها من أي خطر خارجي، سواء تعلق الأمر بالاقتصاد أو بالسياسة أو بالثقافة. أما اللاّمحدود فالمقصود به (العالم)، إذن فالعولمة تتضمن معنى إلغاء حدود الدولة القومية في المجال الاقتصادي، المالي والتجاري وترك الأمور تتحرك في هذا المجال عبر العالم وداخل فضاء يشمل الكرة الأرضية جميعها علما أن الكلمة الفرنسية المذكورة هي ترجمة لكلمة"GLOBALIZATION "الانجليزية التي ظهرت أولا في الولايات المتحدة وهي تعطي معنى تعميم الشيء وتوسيع دائرته ليشمل الكل[1].
- يعرفها صادق جلال العظم "بأنها حقيقة التحول الرأسمالي العميق للإنسانية جمعاء في ظل هيمنة دول المركز وبقيادتها وتحت سيطرتها، وفي ظل سيادة نظام عالمي للتبادل غير المتكافئ"[2].
- وعرفها الدكتور صبري عبد الله "بأنها ظاهرة تتداخل فيها أمور الاقتصاد والثقافة والاجتماع والسلوك ويكون الانتماء فيه للعالم كله عبر الحدود السياسية للدولة"[3].
- يعتقد الدكتور محمد عابد الجابري " أن العولمة ليست مجرد آلية من آليات التطور الرأسمالي بل إيديولوجية تعكس إرادة الهيمنة على العالم، فهي نفي للآخر وإحلال للاختراق الثقافي على الصراع الإيديولوجي، حيث كانت الإيديولوجية هي التي تطبع الحرب الباردة في عصر العولمة فقد سادت بدائل أخرى تأخذ تارة نكهة اقتصادية وتارة أخرى ثقافية أو كليهما معا، ويعرفها بقوله "العولمة التي يجري الحديث عنها الآن نظام أو نسق ذو أبعاد تتجاوز دائرة الاقتصاد. العولمة الآن نظام يراد لها أن تكون كذلك، يشمل مجال المال والتسويق والمبادلات والاتصال، كما يشمل أيضا مجال السياسة والفكر والإيديولوجيات"[4].

---

(1) طلال محمد مفضي بطاينة، العولمة وانعكاساتها على الدول العربية، مجلة العلوم الاقتصادية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد09 ديسمبر2003، ص8.

(2) د. عبد المنصف حسين رشوان، العولمة وآثارها (رؤية تحليلية إضافية)، المكتب الجامعي للحديث، القاهرة 2006، ص14.

(3) د. مبروك غضبان، بين العولمة والسيادة، مجلة الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة2001، ص36.

(4) د. علي غربي، العولمة وتجلياتها، مجلة الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة، 2001، ص16.

- ويرى محمد الأطرش أن "العولمة هي اندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة وانتقال الأموال والقوة العاملة، والثقافات، ضمن إطارات من رأسمالية حرية الأسواق، وتاليا خضوع العالم لقوى السوق العالمية، مما يؤدي إلى اختراق الحدود القومية، وعلى انحسار كبير في سيادة الدولة، وأن العنصر الأساسي فهذه الظاهرة هي الشركات الرأسمالية الضخمة متخطية القوميات"[1].

- كما تتمثل العولمة من وجهة نظر(HARRIS)في الاهتمام بصفة عامة، بزيادة تدويل الإنتاج والتوزيع والتسويق للسلع والخدمات، كما تتمثل في التطورات التي لها تأثير عميق على موضوع الاقتصاد الدولي بشكل خاص[2].

-وتعرف اللّجنة الأوروبية أن العولمة "هي العملية التي عن طريقها تصبح الأسواق وعملية الإنتاج في الدول المختلفة تعتمد كل منها على الأخرى بشكل متزايد بسبب ديناميكيات التجارة في السلع والخدمات وتدفق رأس المال والتكنولوجيا هي ليست ظاهرة جديدة، ولكنها استمرارية للتطورات التي تتابعت لفترة طويلة من الزمن"[3].

- وتعرفها الأمم المتحدة إلى "أن ظاهرة العولمة تعبر عن اتساع وعمق التدفقات الدولية في مجالات التجارة والمعلومات في سوق عالمية وحيدة متكاملة وتقوم على عدة أسس أهمها تحرير الأسواق الوطنية والعالمية انطلاقا من الاعتقاد القائل بأن التدفقات الحرة للتجارة والمال سوف يكون لها أفضل مردود على النمو ورفاهية البشر"[4].

-أما تعريف صندوق النقد الدولي"FMI" للعولمة بأنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية وكذلك سرعة ومدى انتشار التقانة"[5].

كما نستطيع القول بأن العولمة هي ظاهرة تسعى لنشر المعلومات لتصبح متاحة لدى جميع الناس،كما تهدف إلى تفكيك وإزالة الحدود بين الدول والمجتمعات والثقافات والمؤسسات التي تساعدها في ذلك، مالية وتجارية ونقدية، دولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي والمنظمة العالمية للتجارة بالإضافة إلى الشركات متعددة الجنسيات.

المطلب الثاني: المراحل التاريخية للعولمة.

يرجع"ديفيد دولار" مدير إجراءات التنمية بالبنك العالمي وخبراء آخرون من هيئات دولية مختلفة بروز ظاهرة العولمة تاريخيا قبل أن تتجاوز في شكلها الحديث إلى القرن التاسع عشر بالتحديد إلى الفترة ما بين 1870-1914 تاريخ اندلاع الحرب العالمية الأولى.

---

(1) د. أحمد سليمان خصاونه، المصارف الإسلامية- مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، استراتيجية مواجهتها-، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث وحوار الكتاب العالمي، أربد، عمان الأردن2008، ص23.

(2) د. عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية2000-2001، ص6.

(3) د. عبد المنصف حسين رشوان، مرجع سبق ذكره، ص 15.

(4) د. عبير محمد علي عبد الخالق، العولمة وأثرها على الطلب الاستهلاكي في الدول النامية مع الإشارة إلى وجهة نظر إسلامية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية2007، ص23.

(5) د.رعد حسن الصرن، عولمة جودة الخدمات المصرفية، دار التواصل العربي، مؤسسة الورّاق للنشر، دمشق-عمان 2007، ص113.

ويمكن إيجاز المراحل التي مرت بها ظاهرة العولمة في ثلاث مراحل كما يلي[1]:

1. المرحلة الأولى (1870-1914):

بدأت هذه المرحلة في منتصف القرن التاسع عشر وحتى نهاية الحرب العالمية الأولى وقد تميزت تلك المرحلة بوجود القليل من الحواجز المصطنعة التي تقف حجر عثرة أمام حرية التبادل الاقتصادي بين دول العالم مما أدى إلى تزايد وسهولة تدفقات السلع ورؤوس الأموال والأفراد عبر الحدود، وإن كان عدد الدول التي كانت تتحكم في الاقتصاد العالمي في تلك الفترة محدودا حيث اقتصر على الدول الكبرى التي قادت حركة المد الاستعماري حيث نجد أن هذه المرحلة بدأت محفوزة بعاملين أساسيين[2]:

- أولهما هو التقدم التكنولوجي في مجال النقل والذي صاحبه انخفاض كبير في تكاليف النقل من خلال التحول من السفن الشراعية إلى السفن التجارية وظهور الخطط الجديدة.

- وثانيهما التخفيف من القيود الجمركية المفروضة على تحركات السلع والخدمات باتفاقية فرنسية انجليزية في هذا الصدد.

وقد صاحب العولمة في مرحلتها الأولى بعض المظاهر، وتمثلت أولى هذه المظاهر في فتح الفرصة أمام زيادة صادرات السلع الأولية مقابل صادرات السلع الصناعية، وقد تضاعفت نسبة الصادرات من الناتج العالمي خلال هذه المرحلة من 4% إلى 8%، وترتب على النمو الاقتصادي في الدول الحديثة مثل الولايات المتحدة واستراليا زيادة الحاجة إلى أعداد كبيرة من البشر لزراعة هذه الأرض وتعميرها، ولذا هاجر ما يقارب من 60 مليون نسمة في أوروبا إلى أمريكا الشمالية وأستراليا، كما حدثت هجرة أخرى في آسيا بنفس العدد تقريبا من المناطق المزدحمة مثل الصين والهند إلى المناطق الأقل ازدحاما مثل سيريلانكا وبورما والفيليبين وتايلاند وفيتنام[3].

وقد قدرت تدفقات الهجرة من البشر خلال المرحلة الأولى للعولمة بحوالي 40% من سكان العالم آنذاك، كما اتجهت رؤوس الأموال الأوروبية إلى المستعمرات في الخارج للاستثمار في إنتاج السلع الأولية اللاّزمة للصناعة الأوروبية من القطن، الكتان، المعادن الثمينة، على أن يتم تصديرها إلى حيث توجد الصناعة.

ولذا فإنّ تدفقات الاستثمار الموجهة لقطاع السلع الأولية بالدول النامية زادت بدرجة كبيرة خلال المرحلة الأولى للعولمة، وارتفعت نسبة مخزون رأس المال الأجنبي من 9% من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية عام 1870 إلى 32% عام 1914، أي أنها تضاعفت بما يقارب عن أربع مرات ولقد ساعدت العولمة في مرحلتها الأولى على تقريب الأجور في الدول التي اندمجت في الاقتصاد العالمي خلال هذه المرحلة، فالدول التي هاجرت منها أعداد كبيرة ارتفعت الأجور فيها مثل ايرلندا، ايطاليا والنرويج، أما الدول التي هاجرت إليها أعداد كبيرة انخفضت الأجور فيها مثل الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والأرجنتين.

---

(1) د.سعدون بوكبوس، تهديدات وفرص للبلدان السائرة في طريق النمو، مجلة دراسات اقتصادية، العدد05، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة- الجزائر2004، ص45.

(2) J.Plaffarge, mondialisation et inégalités entre nations, revue d'économie et de statistique appliquée, revue trimestrielle par l'INPS n°01, 2003, p 57.

(3) Ibid, p 58.

وفيما يتعلق بما حدث داخل الدول نفسها فقد لوحظ أن ملاك الأراضي بالدول التي كانت تصدر منتجات أولية استفادوا من موجة العولمة الأولى كما كان الحال في المستعمرات الأوربية من الدول النامية، وقد عمق هذا من درجة عدم العدالة في توزيع الدخل بين الطبقات المالكة والطبقات العاملة، وبالنسبة للدول المستوردة للمنتجات الأولية مثل بريطانيا فإن العولمة قد حققت أرباحا عالية فيها لتجاوز المنتجات الصناعية في حين حطمت ملاك الأراضي[1].

2. المرحلة الثانية:(1944 – 1980).

قبل الخوض في تفاصيل تلك المرحلة ينبغي علينا الإشارة إلى أن فترة ما بين المرحلتين الأولى والثانية للعولمة (وهي الفترة ما بين الحربين العالميتين الأولى والثانية (1914-1944)) قد شهد فيه تيار العولمة انتكاسة وتراجع كان نتيجة عن سياسة حمائية للدول حيث وضعت قيودا على تدفقات السلع، اليد العاملة، ورؤوس الأموال، ولعل السبب في ذلك هو أنّ هذه المرحلة شهدت أحداث كبيرة وهي الحرب العالمية الأولى(1914-1918) والكساد العظيم(1929-1933) والحرب العالمية الثانية(1938-1944). والأزمة الاقتصادية الكبرى جديرة بالاهتمام حيث تسمح بملاحظة نتائج تراجع العولمة في فترة سلام ونمو اقتصادي، حيث أن قوى التقارب الملاحظة في الفترة السابقة بين أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية توقفت والاختلاف بين باقي الدول ارتفع بوتيرة سريعة، حيث أنّ الدول الصناعية في طرفي الأطلنطي اتجهت نحو مزيد من العدالة الاجتماعية داخل بلدانها وكان هذا دون شك نتيجة سياسات حمائية[2].

لقد بدأت المرحلة الثانية للعولمة منذ نهاية الحرب العالمية الثانية حتى أوائل الثمانينيات من القرن العشرين حيث نجد أنه بعد الحرب العالمية الثانية تخلى العالم عن سياسة إفقار الجار (غلق الأسواق أمام منتجات الدول الأخرى) حيث ثبت أنها تؤدي في نهاية الأمر إلى إفقار الجميع ممّا أدّى إلى إبرام الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة عام 1947 والتي عرفت باسم اتفاقية الجات بهدف تحرير التجارة بين الدول وتم التوقيع عليها في البداية من طرف 22 دولة التزمت بمبادئ أساسية منها:

- مبدأ الدولة الأولى بالرعاية الذي يعني أن تمنح كل دولة للدول الأخرى المتعاقدة أي ميزة تجارية تفضيلية تمنحها لأي دولة أخرى شاركت في الاتفاقية.

- مبدأ المعاملة الوطنية للسلع المستوردة والذي يعني معاملة السلع المستوردة من الدول المتعاقدة مثلما تعامل السلع المصنعة محليا، وقد ارتكز النظام الاقتصادي العالمي في تلك المرحلة على ثلاث دعائم رئيسية:

أ- نظام نقدي دولي يتم إدارته من خلال صندوق النقد الدولي "F.M.I"يتمثل دوره في ضبط قواعد السلوك فيما يتعلق بأسعار الصرف وموازين المدفوعات ومصادر تمويل العجز.

ب- نظام مالي دولي يتولى إدارته البنك الدولي"B.I.R.D"ويكون مسؤولا عن كل ما يتعلق بانتقالات رؤوس الأموال سواء في صورة مساعدات أجنبية أو قروض خارجية أو استثمارات.

---

(1) د.عبير محمد علي عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص36.

(2) J.Plaffarge, Op.cit, p60.

ت- الاتفاقية العامة للتعريفة الجمركية والتجارة المعروفة بالجات"G.A.T.T"والتي تلاها إنشاء نظام تجاري دولي تشرف سكرتارية الجات على إدارته من خلال مفاوضات متعددة الأطراف سميت بجولات الجات، وتكاد الكتابات المعاصرة تتفق على أن المؤسسات الدولية الكبرى التي قامت في أعقاب الحرب العالمية الثانية قد ساهمت سياساتها وآلياتها المختلفة في دفع قوى العولمة في تلك المرحلة.

ولم تكن اتفاقية الجات الوسيلة الوحيدة لتحرير التجارة بين الدول، فهناك الاتفاقية الثنائية بين الدول والاتفاقيات متعددة الأطراف خارج إطار الجات والتي كان لها دور أساسي في ازدياد ونمو التجارة العالمية حيث ظهرت شبكة جديدة من العلاقات والروابط التجارية والمالية التي أدت بدورها إلى تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بحيث أصبحت آثار أي أزمة تتعرض لها أي دولة من دول العالم لا تتوقف عند الحدود القطرية لأي دولة بل تتعداها لتشمل العالم بأسره والذي صار سوقا عملاقة واحدة تتفاعل بين جنابتها آثار تلك الأزمات مما ساعد بشكل كبير على الربط بين دول العالم وتأكيد عالمية الأسواق.

وقد أدت زيادة درجة التنافسية في الاقتصاد العالمي نتيجة لإزالة أو تخفيف العوائق أمام تدفقات السلع ورؤوس الأموال إلى خلق أسواق عالمية تتصارع فيها الدول المختلفة وتستخدم لإدارة هذا الصراع أدوات عديدة منها التكتل في كيانات إقليمية كبيرة، وقد اتسع دور كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ليشمل الدعوة إلى إقامة نظام اقتصادي دولي جديد يحقق مصلحة جميع الأطراف من خلال عقد مؤتمر القمة الرابعة لدول عدم الانحياز والذي عقد في الجزائر عام 1973 وأسفر عن انعقاد دورة خاصة للجمعية العامة للأمم المتحدة خلال أفريل وماي من عام 1974 وانتهاء المناقشات إلى إقرار وثيقتين على قدر كبير من الأهمية:

- إعلان بشأن إقامة نظام اقتصادي دولي جديد (وذلك بموجب القرار رقم2301)، وقد أكد هذا الإعلان تصميم دول العالم دون إبطاء من أجل إقامة نظام اقتصادي دولي جديد قائم على العدالة والمساواة والترابط والمصلحة المشتركة والتعاون بين الدول بغض النظر عن نظمها الاقتصادية والاجتماعية، بحيث يعالج هذا النظام الفجوة المتزايدة بين الدول المتقدمة والدول النامية.
- برنامج عمل من أجل إقامة نظام اقتصادي دولي جديد (وذلك بموجب القرار رقم2302)، وقد أدى هذا إلى تزايد قوة تأثير صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وإشرافهما على تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي في كثير من الدول النامية كما برزت في نهاية هذه المرحلة العديد من التطورات والمتغيرات التي تمثل قوى دفع نحو النظام الاقتصادي العالمي الجديد.

3. المرحلة الثالثة (1980–حتى الوقت الراهن):

بالرغم من أن العولمة قد بدأت منذ فترة طويلة على مراحل، إلا إنّها تختلف في المرحلة الثالثة عن سابقاتها في سرعة تأثر جميع دول العالم بالأحداث التي تتم في كل دولة، ويرجع هذا للتقدم الكبير الذي حدث في مجالات الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات في الآونة الأخيرة.

وتتسم هذه المرحلة بانتهاج سياسات الاقتصاد الحر وتغليب آليات السوق وتبني برامج موسعة للخصخصة والتخلي عن التخطيط المركزي الذي كان شائعا في معسكر الدول الشرقية، هذا بالإضافة إلى قيام

العديد من دول العالم بإزالة القيود والحواجز أمام حركة التجارة الدولية، وانتقالات رؤوس الأموال والاستثمارات وإنشاء التكتلات الاقتصادية ومن ثم ازداد الاتجاه تدريجيا نحو العولمة الاقتصادية في إطار القول بأن العالم سوف يتحول إلى قرية صغيرة يساعد على تكاملها التقدم التكنولوجي الهائل لاسيما في مجال الاتصالات والذي كان سمة أساسية لهذه المرحلة.كذلك شهدت هذه المرحلة استكمال أضلاع المثلث الدولي القائم على إدارة الاقتصاد العالمي بإنشاء منظمة التجارة العالمية"OMC" في جانفي1995 لتحل محل سكرتارية الجات وذلك بعد انتهاء جولة أورجواي عام 1994 بالتوقيع على إعلان مراكش من جانب117 دولة لتتركز وظيفتها في تسيير حركة التجارة الدولية لتشترك بذلك مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في إدارة النظام الاقتصادي العالمي.

وتعد منظمة التجارة العالمية أحد الركائز الأساسية في نظام العولمة حيث تمارس دورا رئيسيا في تحويل الاقتصاديات المحلية المنغلقة على ذاتها إلى اقتصاديات مفتوحة مندمجة فعليا في الاقتصاد العالمي من خلال إيجاد وتأسيس مجموعة القواعد الارتكازية الداعمة للحرية التجارية وتنمية الروابط التي توحد الأسواق العالمية بحيث تصبح الأسواق المختلفة للدول الأعضاء سوقا واحدة، وتضم المنظمة 150 دولة وتشارك بتحويل95% من حجم التجارة الدولية، وتضع المنظمة مجموعة من القواعد والقوانين التي تلتزم بها الدول الأعضاء في مجال التجارة الدولية للسلع والخدمات والأفكار وتحدد حقوق والتزامات الدول الأعضاء في إطار عام واسع ومتعدد الأطراف[1].

كذلك تهتم المنظمة في دعم آليات عولمة الأسواق واتجاه الدول إلى الاستفادة من مزايا التنافسية، وفي الوقت نفسه الاعتماد على الأسواق الخارجية وزيادة مساهمة القطاع الدولي في اقتصادها ممّا أدى إلى قيام الشركات بإعادة هيكلة هياكلها الإنتاجية والتسويقية والتمويلية وكوادرها البشرية بما يتفق مع احتياجات عملية وتيار العولمة في ظل فترة سماح مناسبة تمنح للاقتصاديات النامية حتى تستكمل قدراتها وتنمي مصادرها بما يؤهلها للمنافسة في الأسواق المفتوحة، وبوجه عام أنّ تجارة السلع بين الدول عادت إلى مستوى أعلى مما كانت عليه في المرحلة الأولى، حيث زادت نسبة الصادرات العالمية من الناتج العالمي من5.5% إلى 14% خلال الفترة بين 1950-1980 ولكن لم تعد تدفقات رأس المال والهجرة إلى نفس المستوى وبالرغم من زيادة تخصص الدول المتقدمة في إنتاج المنتجات الصناعية، وظل تخصص الدول النامية مقصورا بصفة أساسية على المنتجات الأولية[2].

وإذا كانت المؤسسات الثلاث المتمثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية قد مثلت حلقة أساسية في مسلسل العولمة، إلاّ أنّ بروز مفهوم العولمة وسيادته في العقدين الأخيرين من القرن العشرين قد ارتكز أساسا على عدة قوى جديدة قامت بدفع عجلة العولمة وتغذية آلياتها بما يكفل استمرارية تلك الظاهرة (حتى الآن على الأقل) حيث نجد أن تحرير التجارة والمعاملات الرأسمالية وتنظيم تدفقاتها بين دول العالم (من خلال المؤسسات الثلاث) كان له بالغ الأثر في توجيه النظام العالمي نحو العولمة.

---

(1) J.Plaffarge, Op.cit, p 64.

(2) Ibid, p 65.

ولكي تنطلق العولمة في المرحلة الأخيرة كان لابد لها من الارتكاز على علاقات بين الدول أكثر تحررا، إلاّ أنّ هذا التحرير لم يكن ليؤتي ثماره إلا بمساندة خمس قوى رئيسية وهي[1]:

- حرية الاستثمار في أي مكان في العالم والتي اقترنت بحرية رأس المال في الحركة دون أي عوائق على المستوى العالمي.
- حرية إقامة الصناعة في أنسب الأماكن لها في العالم بغض النظر عن الجنسية أو السياسة القومية لأي دولة.
- عالمية الاتصالات التي ترتبت على تطور تقنيات وصناعة الأقمار الصناعية.
- عالمية المعلومات التي ترتبت على تطور تقنيات وصناعة الكمبيوتر جنبا إلى جنب مع تقنيات وصناعة الأقمار الصناعية.
- عالمية النمط الاستهلاكي وحرية المستهلك في الشراء من المصدر الذي يختاره في العالم.

وهذه القوى متداخلة معا بطبيعتها ومتظافرة في تأثيرها على المستوى العالمي.

إن العولمة في تطورها تعمل بانتظام على إيجاد وبناء حضارة جديدة وغير مسبوقة، وهي حضارة ثقافية مختلفة اختلافا كاملا عن كل ما عرفه العالم من قبل، في جوانبها الإنسانية والاجتماعية والسياسية والاقتصادية. ولقد أوجدت لذاتها بؤر اهتمام ومحاور التقاء في الندوات والمؤتمرات وأوجدت لها حيزا في التفكير الإنساني لقد التقت عليها مختلف العلوم، والتقى على محاورها مختلف العلماء وأصحاب المواهب والفنون، ومن ثم أصبحت العولمة بمثابة الحدث، والظاهرة، والقضية التي لا يمكن تجاهلها[2].

غير أن الاقتصادي "رولاندرودرستون " في كتابه " تخطيط الوضع الكوني" حاول أن يرسم خطا بيانيا لمراحل تطور العولمة وامتداداتها عبر المكان والزمان ونقطة الصفر(البداية) في ظهور الدولة القومية الموحدة، وقسم مراحل تطور العولمة إلى خمس مراحل[3]:

أ– المرحلة الجنينية: بدايتها من القرن الخامس عشر حتى منتصف القرن الثامن عشر، والتي شهدت نمو المجتمعات القومية.

ب–مرحلة النشوء: من منتصف القرن الثامن عشر حتى عام 1870 وما بعده شهدت علاقات بين الدولة والفرد والدستور والعلاقات الدولية (المجتمع الدولي).

ت–مرحلة الانطلاق: من عام1870 حتى العشرينات من القرن العشرين واتسمت بظهور الأفكار الكونية في السياسة والرياضة والاقتصاد.

ث–مرحلة الصراع من أجل الهيمنة: من العشرينات حتى الستينات من القرن العشرين وشهدت الحروب الكونية والصراعات حول صور الحياة وأشكالها المختلفة وبروز دور الأمم المتحدة.

---

(1) د.عبير محمد علي عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص43.

(2) د.أحمد حسن الخضيري، العولمة الاحتجاجية، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة 2001، ص72.

(3) د.ليلى سليمان علي بكر، ظاهرة العولمة وموقف الإسلام منها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية2007، ص(29-30).

ج– المرحلة الأخيرة: مرحلة عدم اليقين: وبدأت من الستينات وأدت إلى اتجاهات وأزمات في التسعينات، حتى أواخر القرن العشرين وهي مرحلة التقدم العلمي والفني، وانتهاء النظام الثنائي القطبية بسقوط الاتحاد السوفياتي والهبوط على القمر وعصر ثورة الاتصالات.

ومرت العولمة بحسب "محمد سعيد بن سهو أبو زعرور" بثلاث مراحل:

أ– مرحلة البداية: بدأت مع ظهور مشروع مارشال (إعادة إعمار أوروبا بعد الحرب العالمية الثانية وإعادة تنظيم العلاقات النقدية وأسعار الصرف ووسائل الدفع الدولية) وقد تمثل ذلك بظهور البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، كانت هذه بداية العولمة ولكن لم تصمد أمام حاجة أوربا لنظام اقتصادي وتجاري نقدي إقليمي مميز.

ب– مرحلة العولمة الإقليمية: بدأت في النصف الثاني من عقد الخمسينيات وذلك عن طريق إنشاء سوق مشتركة ضمن معاهدة روما، فسوق أوربية موحدة، فاتحاد اقتصادي ونقدي ضمن معاهدة "ماستريخت"، مما يعني ظهور فضاء اقتصادي وتجاري ونقدي واجتماعي أوروبي عتيد، وقد انتشرت العولمة الإقليمية في أرجاء المعمورة فشملت الأمريكيتين وآسيا وإفريقيا تحت مسميات مختلفة.

وعلى الرغم من ايجابيات هذه المرحلة إلا أنها عجزت عن مواكبة التغيرات المهمة الإنتاجية والتقنية وكان تأثيرها محدودا في تحرير المبادلات التجارية تحريرا كاملا وعجزت عن توفير مناخ تنافسي عادل ونظيف.

ت– مرحلة العولمة الكونية: كان للأحداث في أعوام 1985-1991 (ثورة البيروستويكا، سقوط حائط برلين، حرب الخليج) الأثر الواضح الذي هيأ للولايات المتحدة لأن تتزعم العالم ممّا أدى إلى بروز ما يسمى (بالأحادية القطبية) حيث تمكنت من التعجيل في وضع النظم والقوانين وإيجاد المؤسسات المختلفة لتحويل العولمة من إطارها الإقليمي إلى إطارها الكوني الشامل وذلك من خلال تحرير التجارة تحريرا كاملا، كما ظهرت منظمة التجارة العالمية عام 1995 في مراكش بالمغرب، وتم تدعيم ذلك بالتوقيع في جنيف عام 1997 على أول اتفاق دولي يتعلق بتحرير المبادلات الخدمية المتطورة، وأيضا فإنّ توسع حلف شمال الأطلسي شرقا عام 1997 ليشمل روسيا ودول الكتلة الشرقية قد أضفى بعدا استراتيجيا جديدا، وبالرغم من ذلك لم تنجح العولمة المؤمركة من فرض مثاليتها وأحاديتها ومرجعيتها على الاتحاد الأوربي ولا على اليابان ولا على آسيا ولا على دول أمريكا اللاّتينية بالرغم من أنّهم شركاء أساسا في النظام العالمي الجديد[1].

المطلب الثالث: أسباب بروز العولمة الاقتصادية.

يرى أحمد سيد مصطفى أن جذور وأسباب العولمة تتمثل فيما يلي:

1– تكنولوجيا المعلومات: فهي أحدث مفرزات التطور التكنولوجي وقد أدّى تطور تكنولوجيا النقل والاتصال لإلغاء حواجز الوقت والمسافة بين البلاد، ولقد تنامي نقل السلع جوا وبسرعة بين أسواق متجاورة في دول الاتحاد الأوربي مثلا وحتى بين الدول العربية وأسواق دول مجاورة،كما تطورت وبسرعة وسائل الاتصال الالكترونية لنقل الصوت والبيانات متضمنة البريد الالكتروني(EM) والفاكس والانترنت وشبكات الاتصال التليفوني العالمية

(1) د.حاكمي بوحفص، العولمة: الاندماج السريع والمنافع المحدودة– حالة الدول النامية–، مجلة العلوم الإنسانية، العدد20، أفريل2005. عن الموقع الإلكتروني:43.htmwww.ulum.nl/a تاريخ الاطلاع: 2008/08/02.

السريعة، وهو ما أتاح لمصانع ومنظمات خدمية أن تخدم أسواق أوسع وأكثر، وسمح للشركات أن تركز بعض عملياتها في منطقة معينة مع تقديم منتجاتها وخدماتها عبر فروع تختار مواقعها قرب عملائها. كما أتاح هذا التطور التكنولوجي للمديرين أن يتصلوا بسرعة حول العالم، مما زاد من فرص التعاون وحتى التحالفات بين الشركات في صوره المختلفة (الفني، التسويقي، المالي)[1].

2- التكتلات الإقليمية: منذ أواخر الخمسينات بدأت بوادر التكتل الإقليمي بظهور السوق الأوربية المشتركة في 1959 ثم تكتل جنوب شرق آسيا"ASEAN" في 1967، ثم منتدى التعاون الآسيوي الباسيفيكي"APEC" في1989، فالسوق الأمريكية الشمالية"NAFTA"في 1994، فسوق ميركوسور "MIRCSORS"الأمريكية الجنوبية في1995، وأخذت التكتلات الدولية شكل أسواق مشتركة، ما جعل من أسواق الدول الأعضاء بكل تكتل سوقا شبه واحدة تنساب فيها التجارة البينية بشكل أيسر، حيث حرية انتقال السلع ورؤوس الأموال والعمالة، وهذه نبذة عن تلك التكتلات[2]:

أ- الاتحاد الأوربي: تطورت السوق الأوربية المشتركة التي تكونت من 12 دولة أوربية غربية عام 1959 إلى كيان أكثر تماسكا هو الاتحاد الأوربي، الذي أعلن قيامه في1-1-1993 يضم 15 دولة أوربية غربية هي: البرتغال، اسبانيا، ايرلندا، بريطانيا، فرنسا، بلجيكا، هولندا، لوكسمبورغ، الدانمرك، ألمانيا، إيطاليا، اليونان، السويد، فلندا، النمسا.

وهناك قائمة انتظار لدول أوربية شرقية وحتى جمهوريات البلطيق بالاتحاد السوفياتي السابق، وهي بولندا والتشيك وسلوفانيا والمجر ومقدونيا وبلغاريا ورومانيا، أما جمهوريات البلطيق فهي استونيا ولاتفيا وليتوانيا وسلوفينيا، الأمر الذي سيصل بعضوية الاتحاد مع حلول عام 2000 إلى حوالي 30 دولة تمثل السواد الأعظم من دول القارة الأوربية.

في نوفمبر1993 بدأ تنفيذ معاهدة "ماستريخت" بعد نجاح الحكومات الأوربية الأعضاء بالاتحاد الأوربي في تمريرها في برلماناتها، وتقتضي الاتفاقية بإدخال دول الاتحاد في وحدة اندماجية (الاتفاقية) تتضمن سياسات للأمن والدفاع والعدل والطاقة والتشريع فضلا عن السياسات المالية والنقدية، وحيث تمثل دستور عمل لدول الاتحاد الأوربي.

لقد أسقط الاتحاد الأوربي معظم قيود التجارة بين دوله، مما فتح آفاقا واسعة لتقدم اقتصادي كبير خلال العقدين القادمين، وبدأت شركات متعددة الجنسيات تنشئ فروعا لمصانعها ومكاتبها هناك لتعامل معاملة الشركات الأوربية ضمن هذا الاتحاد من حيث تعاملها تجاريا وبحرية مع أسواق دول الاتحاد الأوربي وتجنب ما يفرض من قيود كمية أو جمركية على صادراتها لهذه الأسواق، وحتى تعامل الشركة معاملة الشركة الأوربية يجب أن تصنع الأجزاء الرئيسية لمنتجاتها في نطاق دول الاتحاد الأوربي.

---

(1) د. عبد المنصف حسين رشوان، مرجع سبق ذكره، ص40.

(2) د. أحمد سيد مصطفى، تحديات العولمة والتخطيط الاستراتيجي، الطبعة الرابعة، القاهرة 2002-2003، ص(17-22).

فعلى سبيل المثال اشترت شركة ويربول"WIRPOOL"الأمريكية شركة فيليبس"FILIPS" الأوربية للأجهزة المترلية الكهربائية حتى تتأهل كشركة ضمن الاتحاد الأوربي وتكسب حصة سوقية في سوق الأجهزة الكهربائية المتنامي في أوربا. كذلك تستثمر شركات يابانية متعددة الجنسية مثل "تويوتا و"هوندا"و"نيسان" و"سوني"و"فيوجيتسو" و"ميتسوبيشي" أموالا طائلة لإنشاء مصانع لها في بريطانيا آملة أن تستحوذ على نصيب مؤثر في سوق السيارات في أوروبا وهو السوق الأكبر عالميا.

ب- تكتل جنوب شرق آسيا: في1967 تشكلت رابطة دول جنوب شرق آسيا التي تتكون من سبع دول تضم نمورا آسيوية وهي سنغافورة وماليزيا واندونيسيا وتايلاند وبروناي وفيتنام*والهدف هو إقامة سوق مشتركة وتحقيق مزايا تنسيقية متكاملة تعزز القدرات التنافسية لشركات هذه الدول بالأسواق العالمية وقد توجه هذا التكتل لإقامة سوق مشتركة تضم أسواق الدول الأعضاء وكذا تجمع اقتصادي سياسي أمني، وإنشاء نظام إقليمي لتسجيل وحماية براءات الاختراع لتنشيط حركة التجارة والاستثمار بين الدول الأعضاء. هذا إلى جانب تحرير تجارة السلع والخدمات، وإقامة منظمة للتجارة الحرة بحلول عام 2003. وأخيرا يهدف هذا التكتل للتكامل مع التكتل الأكبر وهو منتدى التعاون الآسيوي الباسيفيكي(APEC) ومن المتوقع أن تشكل هذه الدول الآسيوية مع اليابان تكتلا أكبر يقوم على المصالح المشتركة. وتتجه الولايات المتحدة الأمريكية أيضا بمنطلق المصالح المشتركة للتعامل مع هؤلاء العمالقة الآسيويين بدلا من التعامل معهم كغرماء.

ت- منتدى التعاون الآسيوي الباسيفيكي" APEC":

أنشئ هذا التجمع في عام 1989 ليمثل أكبر منطقة حرة للتجارة بالعالم تزول بها كافة الحواجز التجارية بحلول عام 2020. ويضم أكبر ثلاث قوى اقتصادية بالعالم (الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والصين)، هذا بالإضافة إلى نمور آسيا (هونج كونج وتايوان وسنغافورة وكوريا الجنوبية وماليزيا وتايلاند وإندونيسيا)، أسرع الاقتصاديات نموا في العالم ويتكون هذا التكتل من21 دولة مطلة على حوض المحيط الهادي أو الباسيفيكي وموزعة على أربع قارات هي أمريكا الشمالية وأمريكا الجنوبية وآسيا وأستراليا وهذه الدول هي: الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، المكسيك وهم أعضاء بتكتل "النافتا"، سنغافورة، ماليزيا، تايلندا، الفلبين، بروناي وهم أعضاء بتكتل "الآسيان" واليابان، الصين، هونج كونج، تايوان، كوريا الجنوبية، نيوزلندا، استراليا، بابواغيانا الجديدة، شيلي، بيرو، روسيا، فيتنام.

وسيهدف هذا التجمع لتحرير التجارة بإزالة كافة الحواجز بين الدول الأعضاء، بحلول عام 2000 على أن تبدأ الدول الصناعية المتقدمة الأعضاء (الولايات المتحدة الأمريكية وكندا واليابان واستراليا)، بإزالة الحواجز بحلول عام 2010 ثم يلحقها باقي الأعضاء بعد 10سنوات مراعاة لظروفها الاقتصادية الخاصة، كما يهدف التكتل لتهيئة انتقال حر للعمالة ورؤوس الأموال وزيادة حجم الاستثمارات المتبادلة.

---

*من المتوقع انضمام كمبوديا لاووس و بورما أيضا

ث-تكتل النافتا:"NAFTA "

تكتل اقتصادي تجاري إقليمي يتيح للولايات المتحدة الأمريكية مزيدا من التوسع في السوق التصديرية وقدرا أكبر من المرونة في حركة الاستثمارات الأمريكية، إضافة إلى أنها نوع من أنواع الانغلاق والانعزالية، أي الاكتفاء بالحدود الجغرافية للولايات المتحدة الأمريكية مع كندا من الشمال والمكسيك من الجنوب.

ومن الوصف السابق يلاحظ أن المحرك الرئيسي لخروج "النافتا" إلى حيز الوجود في جانفي عام 1994، رغبة من الإدارة الأمريكية في توسيع نشاطها التجاري إضافة إلى عملية التكتل والإجماع من قبل رجال الأعمال الأمريكيين في مجال دعم الاتفاقية والعمل على إقرارها وبذل الجهود والحصول على موافقة الكونغرس، حيث قام رجال الأعمال الأمريكيون بجهد دائب من أجل إتباع سياسة فعلية قوية لحث البيت الأبيض على إتباع نهج جديد في تعامله مع الدول الأخرى وذلك بغية انفتاح الولايات المتحدة على الأسواق الخارجية، حيث قام البيت الأبيض برفع الحظر عن فيتنام، والسماح بصفقة مبيعات من أجهزة الكمبيوتر المتقدمة إلى الصين التي بلغت قيمتها 8مليون دولار، إضافة إلى رفع الحظر عن صادرات الطاقة النووية، وكما أسلفنا فإن التكتل يضم إلى عضويته ثلاث دول وهي: الولايات المتحدة الأمريكية والمكسيك وكندا، حيث بدأ هذا التكتل بإقامة اتفاقية تجارية بين الولايات وكندا عام 1988 ومن ثم إقامة منطقة تجارية حرة مع المكسيك عام1994[1].

واتخذت الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمكسيك مجموعة من التدابير لتنشيط التجارة الإقليمية بينها فوضعوا الخطوط العريضة وتمثلت في ما يلي[2]:

- تحسين سياسات الاستثمار في السلع والخدمات.
- تخفيض الرسوم الجمركية على مدى خمسة عشر عاما كاملا تدريجيا حتى تلغى تماما ما بين الدول الثلاث.
- تحرير حركة الشاحنات عبر الحدود لتقليل تكاليف التنقل.
- تحرير انتقال رؤوس الأموال وإزالة كافة القيود المفروضة على الاستثمارات في القطاعات المختلفة باستثناء قطاع البترول في المكسيك والصناعة الثقافية في كندا والخطوط الجوية والاتصالات السلكية واللاسلكية في الولايات المتحدة الأمريكية.
- العمل على وجوب احترام اتفاقيات الملكية.
- يمكن لأي دولة الانسحاب من الاتفاقية شريطة أن تعلن رغبتها في الانسحاب من الاتفاقية قبل التاريخ المعلن لذلك بستة أشهر.
- السماح بانضمام أعضاء آخرين.

---

(1) أسامة روبين القلعاوي، تأثير الصدمات الاقتصادية التجارية على الاقتصاد الأردني في ظل العولمة دراسة قياسية تحليلية(1969-1996)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة أربد، الأردن، ماي 1999، ص57

(2) رميدي عبد الوهاب، منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 15، منشورات كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006، ص(167-168).

– العودة إلى قيد من القيود الجمركية في حالة تعرض الصناعة المحلية لدول معينة لبعض الصعوبات نتيجة فتح السوق.

– اللجوء إلى التحكيم المستقل لحل الخلافات التي تنجم عن التطبيق في فترة من30 إلى 45 يوما.

– استفادة من الهجرة أو حرية الحركة للأفراد باستثناء بعض النوعيات من العمال.

– تحديد إجراءات ووضع آلية عادلة وشفافة لتسوية النزاعات الخاصة وبالذات في مجالات المنشأ والإغراق والنواحي البيئية.

– إلغاء القيود الإدارية مثل رخص الواردات التي تعمل كسقف على الواردات مع اتخاذ المواصفات الفنية كعقبة للتجارة بين الدول، وترجيح عمل اللجان للوصول إلى مواصفات محددة.

ج– سوق ميركوسور:"MIRCOSOR"

في أول جانفي 1995 كونت عدة دول في أميركا اللاتينية تكتلا أسمته ميركوسور (معناها بالإسبانية سوق مشتركة للكتلة الجنوبية)، تضم عضوية هذا التكتل كل من البرازيل، الأرجنتين، باراجواي، أوروجواي ومن المتوقع انضمام كل من بوليفيا وشيلي، تضم هذه السوق 2000 مليون نسمة بإجمالي ناتج محلي قيمته 700بليون دولار، وتتمثل أهم توجهات هذا التكتل في تحرير شبه كامل للتجارة الإقليمية اعتبارا من 1995/01/01، وإعفاء ما بين 90% و95% من السلع المتداولة بين الأعضاء من الرسوم الجمركية، وإزالة الباقي تدريجيا خلال السنوات الخمس التالية على قيام التكتل لما يستهدف التكتل، إضافة لزيادة التجارة البينية وزيادة القدرة التفاوضية لدولة إزاء التكتلات الإقليمية الأخرى[1].

وكذلك تتجه دول الأمريكيتين لدمج الاتفاقيات التجارية الإقليمية بين دولها في هيكل واحد. وحددت قمة النافتا عام 2005 قرارا نهائيا للانتهاء من المفاوضات الخاصة بإقامة منطقة التجارة الحرة للأمريكيين وتمتد من "الألاسكا" في أقصى شمال قارة أمريكا الشمالية وحتى الأرجنتين في منطقة يبلغ عدد سكانها 850 مليون نسمة بحلول عام 2005، كذلك يتجه كل من تكتلي النافتا وآسيان لإقامة رابطة تجارية.

وتبدو خطوة التحدي الذي تجده هذه التكتلات الإقليمية في المحورين التاليين:

– توسيع سوق الشركة المنتمية لإحدى دول التكتل لتشمل أسواق الدول الأعضاء وهذا يعني زيادة التعاملات التجارية البينية بين شركات الدول الأعضاء في التكتل وفق مزايا تفضيلية متبادلة، هذا مع تقليص صادرات الشركات العربية باستثناء البترول.

– على ضوء التعاون المشترك بين شركات تنتمي لنفس الصناعة بالدول الأعضاء، وانفتاح أسواق التكتل أمام شركات الدول الأعضاء، ستكتسب هذه الشركات مزايا وقدرات تنافسية أفضل من تلك التي قد تتاح في شركات الدول الأعضاء الأخرى خارج نطاق هذه التكتلات، ومنها الشركات العربية.

---

(1) د. أحمد سيد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 23.

ح- الكوميسا: "COMISSA".

نشأ تجمع الكوميسا أو السوق المشتركة لدول شرق وجنوب إفريقيا عام 1994 ليرى النور بعد قرابة ثلاثة عقود من رغبة الدول الإفريقية في تحقيق التكامل الإقليمي.

ومنذ 1994 دعت اللّجنة الاقتصادية لدول شرق وجنوب إفريقيا إلى إنشاء تجمع اقتصادي إقليمي لتعزيز التبادل التجاري بين دول إفريقيا وتحقيق هدف التنمية الجماعية وفي عام 1978 قررت الدول المشاركة في تحقيق مؤتمر "كمبالا" لإنشاء منطقة التجارة التفضيلية التي دخلت حيز التطبيق بعد ذلك.

وبعد قرابة أحد عشر عاما من تلك الاتفاقية اتفقت الدول الأعضاء على تحويلها إلى تجمع السوق المشتركة لدول شرق وجنوب إفريقيا في عام 1994 والمرحلة الحالية ليست نهاية المطاف بالنسبة لطموح دول التجمع في التعاون الاقتصادي والتنمية فمن المقرر إنشاء منطقة التجارة الحرة في دول الكوميسا عام 2000 بهدف زيادة التجارة البينية بين دول المنطقة من نحو 8% إلى20% من إجمالي حجم تجارتها الخارجية وفي هذا الصدد قامت معظم الدول الأعضاء بالفعل بتخفيض تعريفاتها الجمركية بنسب وصلت إلى90% حتى شهرأكتوبر1998، وبحلول عام 2004 عزمت الدول الأعضاء على إنشاء اتحاد جمركي فيما بينها تحدد بموجبه تعريفة جمركية خارجية موحدة تطبق على الواردات القادمة من الدول غير الأعضاء بالكوميسا وتعد هذه المراحل خطوات في سبيل تحقيق الأمل المنشود في إنشاء اتحاد نقدي بين دول أعضاء الكوميسا بل ويتعدى إلى تحقيق الحلم الإفريقي في إنشاء جماعة اقتصادية إفريقية والسوق الإفريقية المشتركة التي دعت إليها منظمة الوحدة الإفريقية في قمة "أبوجا" عام1991[1]، وقد انضمت مصر بعضوية كاملة في29 جويلية عام 1998 إلى اتفاقية الكوميسا مما سيعود بفوائد عديدة على الاقتصاد المصري أهمها:

- فتح أسواق جديدة في إفريقيا تأخر الدخول إليها طويلا.
- تعويض ما يتناقص من الصادرات المصرية الصناعية والزراعية والخدمية إلى دول الاتحاد الأوربي بسبب إدعاءاتها ضد ما تسميه سياسة الإغراق التي تمارسها الشركات المصرية، وبسبب معوقات أخرى مثل حظر استيراد منتجات مصرية لشركات تستخدم الأطفال في عملياتها الإنتاجية وغير ذلك من معوقات مصطنعة.
- حصول الشركات الصناعية المصرية على احتياجاتها من الموارد الخام بأسعار أقل من تلك التي كان يمكن دفعها لو استوردت من دول أخرى غير أعضاء في الكوميسا وهذا يساهم في تعزيز القدرة التنافسية لهذه الشركات[2].

3- الاتفاقية العامة للتعريفة والتجارة:

في أفريل 1994 أعلن بمدينة مراكش عن قيام النظام التجاري العالمي الجديد حيث بدأ تنفيذ الاتفاقية العامة للتعريفة والتجارة "الجات" اعتبارا من بداية 1995 وتقضي الاتفاقية بتحرير تدريجي زمنيا و نوعيا للتجارة

---

(1) أ.سمير محمد عبد العزيز، التكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 2001، ص16.

(2) د. أحمد سيد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 24.

العالمية في السلع والخدمات والملكية الفكرية.

وقد أدّى إبرام الاتفاقية وما تضمنته من خفض تدريجي للتعريفة وجعلها أيسر على نطاق أسواق الدول الأعضاء في هذه الاتفاقية والتي تمثل حوالي93%من دول العالم. وقد هيأت اتفاقية الجات عدة مزايا أو فرص للدول النامية ومنها العربية أهمها:

- إفادة الصادرات من تخفيضات جمركية في الدول التي تصدر إليها يبلغ متوسطها 33%.

- إلغاء تدريجي على مدى عشر سنوات لنظام الحصص الذي كانت تفرضه الدول المتقدمة على وارداتها من الملابس والمنتوجات.

- حماية إزاء ممارسات الإغراق في الأسواق العربية، وتتوافر حالة الإغراق عندما يخفض المنتج أو المصدر أو التاجر عموما سعر بيع المنتج في السوق المستهدفة عن سعر السوق أو حتى عن التكلفة، ليبيع بأقل سعر في السوق هدفه ترويج منتجاته وإزاحة المنافسين للاستحواذ على حصة سوقية أكبر ويسمى الفارق بين السعرين "بحد الإغراق" إلا أن هذه الاتفاقيات شكلت بعض التحديات أهمها:

- زيادة حدة المنافسة في الأسواق المحلية وكذا الخارجية.

- ارتفاع فاتورة التكنولوجيا المستوردة بعد تطبيق اتفاقية حماية الملكية الفنية والفكرية التي حظرت تقليد أي سلعة أو عملية إنتاجية، وعلى ذلك سيمتنع على المستثمر في دولة نامية أن يخطط للاحتيال، كما فعل اليابانيون للحصول على التكنولوجيا اللاّزمة بتقليد براءات الاختراع وتطويرها (الهندسة العكسية) وسيكون هذا صعب ومتعذر بعد العمل باتفاقية "الجات" التي ستمنع التقليد، وتحمي الملكية الفنية والفكرية التي تشمل براءات الاختراع، والأعمال الأدبية التي تشمل حقوق المؤلفين.

- إلغاء الأفضليات العربية ما لم تكن الدول المتمتعة بالأفضليات داخلة في سوق مشتركة أو اتحاد جمركي.

- إلغاء الدعم الحكومي العربي لبعض الصناعات وانتهاء ما كان يتم من تشجيع للمنتجات الوطنية بتفضيلها على مثيلتها المستوردة، مما يؤثر سلبا على المركز السوقي والتنافسي للشركات العربية.

4- التحالفات الاستراتيجية للشركات العملاقة:

لم يعد تحديد وتحليل الفرص والتهديدات يتطلب فقط منظورا محليا أو إقليميا، بل أصبح المنظور العالمي ضرورة أساسية وأصبح تصميم استراتيجية عالمية معاصرة تتضمن شراء سلع أو خدمات أجنبية ومجابهة تهديدات من منافسين أجانب، أو التخطيط لدخول أسواق أجنبية خارج الحدود المحلية، إنّ ضرورة التصدي لتهديدات المنافسة العالمية لا تغني عن السعي الحثيث لاختراق أسواق أجنبية وقد أصبح تكوين استراتيجيات تحالفيه أحد السبل لذلك، وتحولت شركات كبيرة أنهكها التنافس من استراتيجيات التنافس إلى استراتيجيات التحالف والهدف هو تقليل تكلفة التنافس، وتكلفة البحوث والتطوير ونقل التكنولوجيا بشكل منفرد وتعزيز القدرات التنافسية للمتحالفين.

ومن أمثلة التحالف تحالف "توشيبا" مع "موتورولا" في صناعة وتسويق وسائل الاتصال الالكترونية و"سيمتز" مع "فيلبس" في صناعة أشباه المواصلات، وفي مجال صناعة السيارات تحالف كل من"فورد" مع "مازدا"،

"جنرال موتورز" مع " تويوتا"، بالإضافة لاستراتيجية التحالف هناك استراتيجية الشراء والدمج التي تهدف إلى تكبير وتعزيز كيان وموقف الشركة التي تتبنى هذه الاستراتيجية.

5- الشركات المتعددة الجنسيات:

مع تزايد الاتجاه نحو إدارة بلا حدود جغرافية تنامي ظهور وتأثير الشركات العالمية، وبعد أن كان توسع الشركات يأخذ صورة تعدد ونشر الفروع في السوق المحلية، تطور الأمر لتعديد ونشر الفروع الخارجية عالميا لاسيما مع الدعم الفائق الذي هيأته شبكة المعلومات العالمية والتجارة الالكترونية، وبدلا من تركيز الشركات في الماضي على التعامل مع المنافسة في السوق المحلي تطور الأمر إلى أهمية مواجهتها على المستوى العالمي سواء مواجهة المنافسين العالميين في السوق المحلية أو في الأسواق العالمية ويتزايد حضور وتأثير وسطوة الشركات المتعددة الجنسيات والعابرة للقارات على الساحة العالمية، وهي شركات يقع المركز الرئيسي لكل منها في دولة المقر وتدير عملياتها في أسواق متعددة عبر العالم بهدف الاستحواذ على فرص سوقية متزايدة.

6- تزايد حركة التجارة والاستثمارات العالمية:

زاد حجم التجارة الدولية في التسعينات من القرن الماضي أصبحت الصادرات تمثل نحو35%من إجمالي الناتج القومي العالمي،كما تزايدت حركة الاستثمارات الخارجية فوفقا لبيانات منظمة "الأونكتاد" بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي نحو 375 مليار دولار عام 2001 بدلا من 195 مليار دولار عام 1991.

وتعتبر اليابان من أكبر الدول المستثمرة حيث قامت بشراء العديد من مصانع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وفي مجال الخدمات زحف اليابانيون إلى المواقع الأمريكية فاشتروا على سبيل المثال شركة "كولومبيا بكتيشرز"واستوديوهات"يونيفارسل"وجزء كبير من مركز "روفورل" من نيويورك كما استطاعت نمور شرق آسيا أن تجذب استثمارات كبيرة من شركات أجنبية جاءت لها لتكوِّن مشروعات مشتركة مع شركاتها[1].

7- تدويل بعض المشكلات الاقتصادية مثل الفقر، التنمية المستدامة، السكان والتنمية البشرية، التلوث وحماية البيئة، التوجه العالمي لتنسيق عمليات معالجة هذه المشكلات والتعاون في حلها[2].

المطلب الرابع: خصائص وأنواع العولمة الاقتصادية.

لعل التأمل في المحتوى الفكري بل والتاريخي للعولمة يكشف النقاب عن عدد من الخصائص والأنواع الرئيسية التي تميز العولمة عن غيرها من المفاهيم ذات التحولات الجذرية .

الفرع الأول: الخصائص.

تتمثل خصائص العولمة الاقتصادية فيما يلي:

1- سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية:

حيث يلاحظ أنّ أهم ما يميز العولمة هي سيادة آليات السوق و اتخاذ القرارات في إطار من التنافسية

---

(1) رمضان الشراح، التوقعات المحتملة للعولمة على القطاع المصرفي في دولة الكويت، مجلة المغرب العربي الكبير، العدد02، جامعة قسنطينة 2004، ص27.

(2) د.محمد إبراهيم عبد الرحيم، العولمة والتجارة الدولية، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية2009، ص11.

والأمثلية والجودة الشاملة، واكتساب القدرات التنافسية من خلال الاستفادة من الثورة التكنولوجية وثورة الاتصالات والمواصلات والمعلومات وتعميق تلك القدرات الممثلة في الإنتاج بأقل تكلفة ممكنة وبأحسن جودة وبأعلى إنتاجية والبيع بسعر تنافسي على أن يتم ذلك في أقل وقت ممكن حيث أصبح الزمن أحد القدرات التنافسية الهامة التي يجب اكتسابها عند التعامل في ظل العولمة[1].

2- تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل:

ينطوي مفهوم الاعتماد المتبادل على مفهوم تعاظم والتشابك بين الأطراف المتاجرة بمعنى أننا لم نعد نعني بالتبادلات فيما بين نظم الإنتاج الوطنية أو بمواجهة الإنتاج المحلية ولكن بتدفقات سلعية تجري داخل شبكات التصنيع ذات البعد العالمي[2]. ويعني الاعتماد الاقتصادي المتبادل وجود تأثير كل من الطرفين على الآخر ويكون كلاهما تابعا ومتبوعا في نفس الوقت وقد ترتب على زيادة درجة الاعتماد الاقتصاد العالمي المتبادل كأحد الخصائص الهامة للعولمة ظهور أثار عديدة لعل أهمها[3]:

- زيادة درجة التعرض للصدمات الاقتصادية الوافدة من الخارج.
- سرعة انتقال الصدمات الاقتصادية إيجابية كانت أو سلبية من ركن إلى آخر من أركان الاقتصاد العالمي.
- تزايد أهمية التجارة الدولية كعامل محدد من عوامل النمو في البلاد المتخلفة.
- زيادة درجة التنافسية في الاقتصاد العالمي.

3- الاتجاه إلى إعادة تقسيم العمل الدولي:

بدأت في السبعينات الدعوة من الدول الصناعية لإعادة تقسيم العمل الدولي،وتهدف الدول المتقدمة من هذه الدعوة إلى أن تحتفظ بنفسها بالصناعات الأحدث تكنولوجيا (الالكترونيات، الأقمار الصناعية) وتتخلى عن الصناعات ذات التأثير الضّار بالبيئة، بعد أن تصاعد الاهتمام بحماية البيئة من التلوث مثل: الكيماويات، تكرير البترول، استخراج المعادن ومعالجتها.

وهناك عدد من العوامل التي تساعد على تنفيذ هذا الاتجاه منها:

أ- انخفاض الأجور: حيث يجري توطين الصناعات الكثيفة العمالة في البلدان ذات الأجور المنخفضة.

ب- توسيع السوق الخارجي: لأنّ هذه الصناعات تفضل الاعتماد على أماكن مجاورة مباشرة للأسواق الكبيرة.

ت- سياسة الشركات المتعددة الجنسيات: لأن هذه الشركات تعمل على تدويل الإنتاج وتعمل من أجل ذلك على إقامة الصناعات وتوزيع المصانع على بلدان العالم الثالث، حتى يتحقق لها أكبر ربح ممكن مستفيدة من نقل

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص22.

(2) Rachid Boudjemaa, la mondialisation: concept et réalité, les cahier de Cread, n°61, centre de recherche en économie appliquée pour le développement, Alger 2002, p52.

(3) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية(مؤسساتها، تداعياتها)، الدار الجامعية الإسكندرية 2006، ص(27-28).

عبئ كثافة العمالة أو كثافة رأس المال أو الإفراط في استهلاك الطاقة أو الخامات ووضعه على عاتق الدول المتخلفة[1].

4- تعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات:

تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات من أهم الأدوات التي تستخدمها الرأسمالية الغربية الحديثة أو النيوليبرالية في دفع الاقتصاد العالمي نحو العولمة، وذلك لتوفرها على مجموعة من الخصائص وهي[2]:

- الانتشار الواسع والسريع للشركات المتعددة الجنسيات حيث وصل عددها عام 1990 إلى35000شركة مع 150000 فرع منتشر عبر العالم وفي عام 1990 غطى العالم 450000 فرع ينتمي إلى 530000 شركة متعددة الجنسيات ويحسب حجم تصديرها بثلث إجمالي التصدير العالمي.

- لقد بلغت إيرادات أكبر 500 شركة متعددة الجنسيات عام 1996 نحو11 ألف مليار دولار وهذا يشكل 40% من الناتج المحلي الإجمالي الذي وصل نحو23 ألف مليار دولار(الوطن العربي576 مليار دولار)كما تسيطر شركات متعددة الجنسيات على ثلث الاستثمارات الأجنبية وثلثي التجارة الدولية في مجال السلع والخدمات.

- وبتحليل النتائج التي وصلت إليها الشركات المتعددة الجنسيات نحو أنّ مبيعات 200 أكبر شركة عالمية تفوق ربع النشاط الاقتصاد العالمي، وحجم هذه المبيعات يفوق النشاط الاقتصادي لكل الدول مجتمعة باستثناء التسع الأوائل لأنها تتعدى مبيعات 182 دولة مجتمعة.

- إنّ ثروة 200 شركة تبلغ ضعف تلك التي يمتلكها 3/4 من فقراء العالم.

- أنّ خمسة من أهم الشركات الصناعية للسيارات في العالم تستحوذ لوحدها على60% من المبيعات الكلية وهذه السيطرة المتسارعة تواصلت خلال نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين حيث بلغت مبيعات الشركات المتعددة الجنسيات لعام 2001 حوالي 19 ألف مليار دولار مرتفعة على 5.5 تريليون دولار عام 1990 حيث استطاعت زيادة مبيعاتها الأجنبية خلال 11 عام بحوالي 13.5 تريليون دولار أي ما يقارب ضعفي صادرات العالم عام2001 التي لن تزيد عن 7500مليار دولار،كما أصبحت توظف هذه الشركات قرابة 45 مليون شخص في 850 ألف شركة تابعة (شقيقة أو فرعية) تنتشر في أرجاء المعمورة تستقطب لنفسها11% من الناتج العالمي لعام 2001 بعدما كانت 7 % في عام 1997 بنسبة ارتفاع تقدربـــ4% خلال أربع سنوات أي بمعدل 1% سنويا[3].

---

(1) محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، الإسكندرية2003-2004، ص34.

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص25.

(3) طيب ياسين ومحمد حداد، العولمة وموقع الاقتصاديات النامية منها، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 10، منشورات كلية علوم التسيير والاقتصاد، جامعة الجزائر2004، ص (178-179).

5- إضعاف سيادة الدولة القومية:

العولمة هي تقليص لفاعلية الدولة أو التقليل من دورها باعتبار الشركات المتعددة الجنسيات والمنظمات العالمية شريكا في صنع القرارات وهذا يعني أن مبدأ السيادة أخذ بالتآكل نتيجة العلاقات فيما بينها في مختلف مجالات الحياة، لذلك فمن خصائص العولمة نقل السلطة من المؤسسة الرسمية إلى مؤسسة عالمية تتولى تسيير العالم وتوجيهه، وهي بذلك تحل محل الدولة وتهيمن عليها، وهذا ما يضعف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية، حيث اضطرت حكومات في مختلف بلدان العالم إلى إلغاء قوانين التحكم في السوق، وتطبيق قوانين تحرير الأسواق من أجل اكتساب ثقة الأسواق العالمية وهو ما يكلفها عدم السيطرة على الكتلة النقدية بسبب دخول وخروج الأموال النّاجم عن تحرير سعر صرف وسعر الفائدة مما يؤدي إلى حدوث تضخم وتغيير أسعار الفائدة الحقيقية،كما أنّ العولمة المالية تؤثر على السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية، ذلك بالتأثير على معدلات الضرائب من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية الأمر الذي يؤدي إلى إضعاف السياسة المالية لدى الدولة[1].

الفرع الثاني: أنواع العولمة الاقتصادية.

لعل المتتبع للتطورات المتلاحقة للعولمة نجد أنّ هناك مجموعة رئيسية من التغيرات التي تحدثت على نطاق واسع والمتمثلة في النمو السريع للمعاملات المالية الدولية وكذلك النمو السريع للاستثمار الأجنبي المباشر وبصفة خاصة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات وتصاعد الثورة التكنولوجية وتكامل نظام الاتصالات بشكل كبير بالإضافة إلى تكامل الأسواق العالمية في مجال السلع، والتأمل في هذه التغيرات يكشف النقاب على أن العولمة تتحدد في نوعين رئيسيين هما:

1- عولمة الإنتاج:

يلاحظ أن عولمة الإنتاج تتم دون وجود أزمات حادة كما حدث بالنسبة للعولمة المالية وتتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال شركات متعدد الجنسيات وتتبلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين[2]:

أ - الاتجاه الأول: الخاص بعولمة التجارة الدولية:

حيث يلاحظ أن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال عقد التسعينات حيث بلغ معدل نمو التجارة العالمية ضعفي نمو الناتج المحلي الإجمالي فعلى سبيل المثال زاد معدل التجارة العالمية بحوالي 9 %عام 1995 بينما زاد الناتج العالمي بنسبة 5% فقط وبالطبع زاد نصيب التجارة العالمية ويلاحظ أن الشركات المتعددة الجنسيات هي التي تقف وراء تزايد معدل نمو التجارة العالمي بقوة بالإضافة إلى مشاركتها في زيادة الناتج العالمي ويضاف إلى ذلك أن 90% من التجارة العالمية دخل في مجال التحرير.

ب- الاتجاه الثاني: الخاص بالاستثمار الأجنبي المباشر:

حيث يلاحظ أن معدل الاستثمار الأجنبي المباشر زاد بمعدل أسرع وأكبر من معدل نمو التجارة العالمية، حيث يلاحظ أن معدل نمو الاستثمار الأجنبي المباشر يصل في المتوسط إلى حوالي 12% خلال عقد التسعينات

---

(1) نفس المرجع، ص (177-176).

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص (32-33).

ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى تزايد دور الشركات المتعددة الجنسيات في إحداث مزيد من العولمة والتي تعمل بدورها على تكوين مزيد من التحالفات الاستراتيجية فيما بينها لإحداث المزيد من عولمة العمليات في مجال التكنولوجيا والأسواق.

2- العولمة المالية:

تعد العولمة المالية هي النّاتج الأساسي لعمليات التحرير المالي للتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي، وهذا ما أدّى إلى تكامل وترابط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركات رؤوس الأموال، ومن ثمة أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا ويستدل على العولمة المالية من خلال مؤشرين هما[1]:

أ- المؤشر الأول: تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأوراق المالية في الدول المتقدمة،حيث تشير البيانات إلى أنّ المعاملات الخارجية في الأوراق المالية كانت تمثل أقل من 10% من الناتج الإجمالي المحلي في الدول المتقدمة عام 1980بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وإلى ما يزيد عن 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا عام 1996.

ب-المؤشر الثاني: التطور الهائل الذي حدث في تداول النقد الأجنبي على المستوى العالمي، حيث تشير الإحصاءات إلى أنّ متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينيات من القرن العشرين إلى حوالي1200مليار دولار في منتصف التسعينات، وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في ذلك الوقت، ومن جهة أخرى فإنّ جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب العمليات الرأسمالية، ويقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في الحسابات الرأسمالية وحسابات ميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحفظة المالية والاستثمار الأجنبي المباشر والعقاري والثروات الشخصية.

---

(1) د.أحمد شعبان محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية (دراسة تحليلية-تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية)، الدار الجامعية الإسكندرية2007، ص(39-40).

المبحث الثاني: مؤسسات العولمة الاقتصادية.

عملت الدول الرأسمالية في أعقاب الحرب العالمية الثانية وبالتحديد في جويلية سنة 1944 في مؤتمر "بريتونوودز"(BRETTON WOODS)ولاية "نيوهامبشر" الأمريكية على إنشاء ثلاث منظمات اقتصادية الأولى تهتم بالقضايا النقدية وهي صندوق النقد الدولي "FMI"والثانية تهتم بالقضايا التنموية وهي البنك الدولي للتعمير والتنمية"BIRD" والثالثة تهتم بالقضايا التجارية لكنها لم تخرج إلى حيز الوجود إلا بعد 50عاما من ذلك التاريخ تسمى بالمنظمة العالمية للتجارة "OMC".

وهذه المنظمات الثلاث سمّاها الكثير من الكتاب بمنظمات أو مؤسسات العولمة الاقتصادية بدعوى أنها تخطط لهذه العولمة وتنفذها في الوقت نفسه بدعم من الدول الصناعية الغربية التي أنشأتها والسيطرة عليها تحقيقا لمصالح شركاتها وبخاصة الشركات المتعددة الجنسيات.

المطلب الأول: صندوق النقد الدولي (F.M.I).

يعتبر صندوق النقد الدولي أحد المؤسسات الاقتصادية المكونة للنظام الاقتصادي العالمي، منذ بدأ يتكون مع نهاية الحرب العالمية الثانية مع اتفاقية "بريتونوودز" في صيف عام 1944 ويمكن التعرف على صندوق النقد الدولي وأهدافه ومهامه والحصص المكونة له وطريقة التصويت فيه وأنواع القروض التي يتيحها والشروط التي يضعها الصندوق لمنح قروضه ومساندته على النحو التالي:

الفرع الأول: نشأة وأهداف ومهام صندوق النقد الدولي.

1- تعريف صندوق النقد الدولي:

يمكن تعريف صندوق النقد الدولي على أنّه المؤسسة العالمية النقدية التي تقوم على إدارة وعلاج العجز المؤقت في موازين المدفوعات الدول الأعضاء فيه.

وقد أنشئ صندوق النقد الدولي في 25 ديسمبر1945 بموجب اتفاقية "بريتونوودز" الموقعة في صيف 1944 من حوالي 44 دولة إلى أنّ عدد الدول الأعضاء وصل سنة 1995 إلى179 دولة وبلغ عدد موظفيه 2150، أما سنة 2004 فبلغ عدد الدول الأعضاء 184 دولة ليصبح بذلك المؤسسة الاقتصادية التي تمثل أحد الأركان الرئيسية الفاعلة في النظام الاقتصادي العالمي الجديد والتي تعمل على تحقيق الاستقرار النقدي العالمي[1].

2- أهداف صندوق النقد الدولي:

تتمثل الأهداف التي يسعى لتحقيقها صندوق النقد الدولي في الآتي[2]:

- تعزيز التعاون النقدي الدولي من خلال مؤسسة دائمة توفر آلية للتشاور والتعاون حول المشاكل النقدية الدولية.

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها،شركاتها،تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص68.

(2) ستانلي فيشر، الأزمة الآسيوية والدور المتغير لصندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، العدد02، جويلية1998، ص3.

– تيسير التوسع والنمو المتوازن للتجارة الدولية والمساهمة بذلك في تعزيز المستويات العالمية للتشغيل والدخل الحقيقي والحفاظ عليها.

– تعزيز استقرار سعر الصرف للحفاظ على ترتيبات منظمة لسعر الصرف بين الدول الأعضاء وتجنب انخفاض قيمة العملة بسبب التنافس.

– المساعدة في إنشاء نظام متعدد الجوانب للمدفوعات بما يتعلق بالمعاملات الجارية وفي إلغاء القيود على المعاملات الأجنبية التي تعوّق نمو التجارة العالمية.

– توفير الثقة للأعضاء يجعل الموارد العامة للصندوق متاحة لهم بصورة مؤقتة في ظل ضمانات كافية وبذلك توفر لهم الفرصة لتصحيح الخلل في ميزان مدفوعاتها دون اللجوء لتدابير تدمر الازدهار الوطني أو الدولي.

3– الوظائف والمهام:

لكي يحقق صندوق النقد الدولي أهدافه فإنّه يقوم بالوظائف والأهداف التالية[1]:

–توفير السيولة الدولية من خلال زيادة الاحتياطات الدولية وقد ابتدع في ذلك ما يسمى بحقوق السحب الخاصة.

– تحقيق استقرار أسعار الصرف وترتيبات الصرف المنظمة بين الدول الأعضاء بشكل أشبه بنظام المدفوعات الدولية المتعددة الأطراف.

– تحقيق نمو متوازن للتجارة الدولية بما يكفل ذلك رفع مستوى الإنتاجية والدخول الحقيقية وتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء.

– تعزيز التعاون النقدي الدولي من خلال المشورة التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء في مجال رسم السياسات الاقتصادية والمالية وتنسيق السياسات بين الدول الصناعية الكبرى.

– تقديم التسهيلات الائتمانية للدول الأعضاء اعتمادا على آليات الائتمان بغية إعطاء هؤلاء فرصة لتصحيح الاختلال في موازين مدفوعا تهم بدلا من اتخاذ إجراءات التي قد تولد اختلالات اقتصادية واجتماعية.

– إضافة إلى ذلك يقدم الصندوق مساعدات فنية كبيرة في مجالات عمل البنوك المركزية ومحاسبة موازين المدفوعات والضرائب وغيرها، كما يوفر تدريبا متقدما للعاملين في المجالات المذكورة للدول الأعضاء من خلال معهد الصندوق.

الفرع الثاني: الموارد والحصص والقوة التصويتية للصندوق.

1– موارد الصندوق:

تتكون موارد صندوق النقد الدولي أساسا من تراكم حصص الدول الأعضاء في صورة ذهب وعملات أجنبية ورغم تنوع موارد الصندوق فإنّ حصص مساهمة الأعضاء في رأسماله تعتبر أهم جانب في تلك الموارد،

(1) د.عرفان تقي الحسين، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر، عمان–الأردن1999، ص286.

وتتفاوت حصص أعضاء الصندوق في رأس ماله من دولة لأخرى سواء من حيث مقدارها ونوعيتها، ويتزايد رأس مال الصندوق بطبيعة الحال كلما تزايد عدد أعضائه، وكلما زاد مقدار الحصة التي يساهم بها كل عضو[1].

ويمكن للصندوق أن يلجأ للاقتراض لحماية العملات الرئيسية وقد تكوّن نادي باريس في جانفي 1961 لهذا الغرض بمقتضى اتفاقية تضع بمقتضاها دول النادي 6 مليارات دولار أمريكي لمساعدة أي من عملات هذه الدول، وقد يلجأ أيضا للاقتراض لتدعيم موارده وزيادة قدرته على منح التسهيلات المختلفة التي يمنحها مثلما حدث بعد ارتفاع أسعار البترول عام 1973 حيث أقرضت الدول البترولية الصندوق حوالي20 مليار دولار وكان على رأس الدول المملكة العربية السعودية[2].

2- الحصص والتصويت:

تنص اتفاقية الصندوق على وجوب كل بلد على انضمامه إلى الصندوق لدفع مبلغ يدعى باكتتاب الحصة، وهو نوع من رسم العضوية ويسدد معظمه بالعملة المحلية وتستخدم الحصة للأغراض التالية[3]:

- كمصدر لإقراض الدول الأعضاء التي تعاني من صعوبات تمويلية.
- كمعيار بيد الصندوق لتحديد حصة العضو من قروض وموارد الصندوق.
- تعود حصة البلد العضو أساسا لتحديد حجم قوته التصويتية أي قدرته على الاشتراك في تحديد سياسات الصندوق،وتحدد هذه الحصة عن طريق قيام الصندوق بتحديد ثروة العضو وأدائه الاقتصادي.

وقد بلغت حصة الدول الصناعية وحدها ما يعادل 60% في الوقت الذي لا تزال فيه حصة الدول النامية 40% وبذلك يصبح للدول الصناعية حق الفيتو في أي قرار لا يصدر بناء على مصالحها ورغباتها.

3- القوة التصويتية:

ترتكز القوة التصويتية في يد الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تصل قوتها التصويتية إلى ما يقارب 20%، المملكة المتحدة البريطانية تصل قوتها التصويتية إلى6.6%، ثم ألمانيا وتصل قوتها التصويتية إلى 5.8% وفرنسا 4.8% واليابان 4.5% أي أنّ خمس الدول الكبرى تملك حوالي 41.7% من القوة التصويتية بصندوق النقد الدولي، نظرا لأنها شاركت في تأسيسه بأكبر الحصص في موارد الصندوق وفي مقدمتها على الإطلاق الولايات المتحدة الأمريكية كما هو واضح بملكيتها لخمس القوة التصويتية للصندوق تقريبا ولها حق الفيتو على قراراته[4].

---

(1) د.مصطفى رجب، العولمة ذلك الخطر القادم (أسبابها،تداعياتها الاقتصادية وآثارها التربوية)، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن2009، ص54.

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها، شركاتها، تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص71.

(3) د.عرفان تقي الحسين، مرجع سبق ذكره،ص289.

(4) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها، شركاتها، تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص72.

الفرع الثالث: القروض والتسهيلات التي يمنحها صندوق النقد الدولي.

حيث يقوم صندوق النقد الدولي بمساعدة الدول الأعضاء على الخروج من المشاكل الاقتصادية بسبب عجز ميزان المدفوعات المؤقت، كان من الواجب عليه أن يضع آليات لمساعدة الدول الأعضاء على تطبيق برامج الصندوق ومن أهم هذه الآليات نذكر:

1- اتفاقية الدعم:"Accords de confirmation".

لقد بدأ العمل بهذه الآلية ابتداء من سنة 1952 وتزامن ظهورها مع العجز الذي كان يعرفه ميزان المدفوعات الأمريكي، وهي اتفاقية تسمح للبلد العضو القيام خلال فترة محددة بعملية سحب يحدد مجموعها الأقصى وتتم عملية سحب على أساس مراحل زمنية بحيث لا تمر الشريحة التالية إلاّ إذا كانت السابقة قد نتج عنها ما كان متفق عليه من الطرفين، إذ قد يلتزم العضو في هذه الحالة ببرامج تتضمن إجراءات اقتصادية خاصة من النقد الأجنبي إذ تستهدف هذه البرامج التأكد من أن القرض يستخدم لمعالجة عجز القصير الأجل في ميزان المدفوعات للعضو وفي تحرير التجارة الخارجية وتمويل الاقتراض الخارجي وتعطي هذه الاتفاقية فترة سنة إلى سنيتين وترتكز على السياسة الكلية (المالية والنقدية) وهي ذات رسوم خدمة ضعيفة جدا[1].

2- تسهيل التمويل التعويضي:"Facilité de financement compensatoire".

تأسس هذا التسهيل عام1963كمساعدة إضافية يقدمها الصندوق للتعويض عن الانخفاض الحاد وغير المتوقع في حصيلة صادرات البلد العضو (بغض النظر عن حصته في السحب على كل من شريحة الذهب وشرائح الائتمان) أو عند الطوارئ فيما يواجه البلد صدمات خارجية معاكسة مثل حدوث زيادة في أسعار الاستيرادات والتقلبات في أسعار الفائدة وتسدد هذه الموارد خلال فترة لا تتجاوز خمس سنوات ويعكس هذا التسهيل نظرة الصندوق إلى الطبيعة المؤقتة لاختلال ميزان المدفوعات البلد العضو[2].

3- تسهيل تمويل المخزون الاحتياطي:"Facilité de financement de stock réserve".

تم إنشاء هذا التسهيل عام 1966 لمساعدة الدول الأعضاء التي تواجه صعوبات في موازين مدفوعاتها من خلال تمويل مساهماتها في المخزونات الاحتياطية الدولية المتفق عليها من المواد الأولية بغية المحافظة على أسعارها، أما حدود الاستفادة من هذا التسهيل فهي35%يتم التسديد خلال3.25-5سنوات[3].

4- التسهيلات البترولية:

تشكل هذا التسهيل في جوان 1974 وهي قروض ميسرة تقدم إلى الدول الأعضاء الأقل دخلا المستوردة للنفط والتي تعاني من عجز حاد في موازين مدفوعاتها ويمكن سدادها بفترة استحقاق أمدها3سنوات[1].

---

(1) أبودراز سفيان، العولمة المالية، (الأسباب،،الأثر، العلاج)، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2003-2004، ص74.

(2) د.غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان-الأردن1996، ص88.

(3) د .بشار أحمد العراقي، التسهيلات التمويلية لصندوق النقد الدولي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد32،2007.عن الموقع الإلكتروني: www.ulum.nl/a ، تاريخ الاطلاع:2009/05/04

5- التسهيلات الموسعة على الصندوق:"Mécanisme élargi de crédit"

تم وضع هذه الآلية في 13سبتمبر 1974 ويقوم الصندوق بموجبها بتقديم مساعدات لفترات أطول وهذا لمساعدة الدول على تجاوز صعوبات أكثر حدّة في ميزان مدفوعاتها المتعلقة بهيكلة الاقتصاد وتعتبر المدة هنا أطول وتصل إلى 3 أو 4 سنوات ومدة الدفع تستطيع أن تجدول في عشر سنوات[2].

6- تسهيل التمويل التكميلي:

أمام استفحال الصعوبات الاقتصادية لبعض الدول النامية بسبب ضخامة العجز في موازين المدفوعات مقارنة مع حجم القروض التي يمكن الحصول عليها في الصندوق أقر المجلس التنفيذي للصندوق في بداية 1979 تسهيلات تكميلية خارج إطار السحوبات النظامية (التسليفية والاحتياطية) على أن يتم تمويلها عن طريق القروض الخارجية يشترط على الدول الراغبة في الاستفادة أن تبرهن على حاجتها القصوى إلى تمويل إضافي يفوق في حقيقة الأمر قدراتها الاقتراضية، تلك الحاجة المرتبطة بخلل بنيوي طويل الأجل في الاقتصاد، يحتاج إلى قروض لا يمكن تسديدها في فترة محددة ضمن إطار السحوبات التسليفية[3].

ويمكن للدولة العضو أن تحصل على قروض تبلغ 140% من الحصة في ظرف سنتين، ويمكن أن تصل إلى ثلاث سنوات أما مدة التسديد فتتم عبر أقساط تبدأ من منتصف السنة الرابعة من تاريخ الحصول عليها حتى تنتهي في السنة السابعة مع أمل تصحيح هيكل ميزان المدفوعات، كما تم استحداث تسهيلات تمويلية جديدة والتي نذكر منها ما يلي:

7- تسهيل التكيف الهيكلي الأساسي المعزز:

حيث استحدثت تسهيل التكييف الهيكلي في مارس 1986 لمساعدة الدول النامية المنخفضة الدخل التي تعاني من مشاكل واختلالات هيكلية مستمرة في موازين مدفوعاتها، وهو بذلك يقدم موارد بشروط ميسرة لهذه الدول، وذلك لتمكينها من تطبيق برنامج متوسط الأجل للتكيف الهيكلي، وهنا يتعاون الصندوق مع البنك الدولي في صياغة إطار معين لسياسات الإصلاح الاقتصادي متوسطة المدى لفترة ثلاث سنوات، وتم صياغة برامج سنوية مفصلة بناء على ذلك قبل صرف القروض السنوية، وهذه البرامج تحتوي على مؤشرات مقبلة (كل ثلاث شهور) لتقييم الأداء ويكون السداد لهذا التسهيل على فترة مابين5.25-10 سنوات واستكمالا لتسهيل التكييف الهيكلي فقد أنشئ في ديسمبر 1987 تسهيل جديد بموافقة مجلس إدارة الصندوق وهو تسهيل التكيف الهيكلي المعزز وهو يشبه الأول، إلاّ أنّ المؤشرات هنا ومعايير الأداء تكون نصف سنوية والمراجعة في منتصف العام وينتظر من العضو في هذا التسهيل اتخاذ إجراءات شديدة التكيف بهدف دفع معدل النمو وتقوية وضع ميزان المدفوعات ويكون سداد هذا النوع من القروض خلال 5.5-10سنوات، وتنطوي فكرة هذين التسهيلين على ضرورة التوافق بين

---

(1) د. عرفان تقي الحسين،مرجع سبق ذكره، ص (295-296).

(2) Jeremy Clift, Qu'est-ce que le fonds monétaire international ?, fond monétaire international, washington2004, p27.

(3) عزوز عائشة، عولمة النظام المالي الدولي وانعكاساته على النظام المالي الجزائري، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر2007، ص34.

عمليتي التصحيح والتنمية وأن يدعم كل منهما الآخر، والهدف العام هو استعادة قدرات الدول النامية على المدفوعات والمحافظة عليها لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي بما يتضمنه ذلك من تغير هيكل النشاط الاقتصادي لتحقيق معدلات نمو مرتفعة[1].

8- تسهيل التمويل التعويضي والطوارئ:

وقد أنشئ في أوت سنة 1988 ليحل محل تسهيل التمويل التعويضي الذي كان يمنح عند تقلب الصادرات في عام 1963 وهذا التسهيل له شقان الشق التعويضي لمواجهة نقص الصادرات وزيادة تكاليف استيراد الحبوب التي ترجع إلى عوامل خارجية، أما الشق الثاني فهو المتعلق بالطوارئ حيث يقدم تأكيدات على مساعدة العضو، حيث يقدم تأكيدات لمساعدة العضو الذي يطبق برامج الصندوق، وذلك لمساندة الجهود المبذولة للتكيف في مواجهة الصدمات الخارجية غير المواتية[2].

9- التسهيل التمويلي لتحويل الأنشطة الاقتصادية:

نظرا للصعوبات الحادة التي تتصف بها الوضعية الاقتصادية لدول المنظومة الاشتراكية سابقا، ونتيجة لاستعدادها لتغيير النمط الاقتصادي الاشتراكي والالتحاق بنمط الإنتاج الرأسمالي فقد عمد المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في شهر أفريل1993 إلى إنشاء التسهيل التمويلي لتحويل الأنشطة الاقتصادية وهذا التسهيل لصالح روسيا ودول الاتحاد السوفياتي سابقا بصفة مؤقتة لتتجاوز انهيار الإنتاج الصناعي وتراجع التجارة الخارجية الناتجة عن الاقتصاد المخطط والتكيف مع ميكانيزمات اقتصاد السوق الذي سيسمح له بلعب دور أكثر أهمية في تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، وذلك عن طريق إصلاحات على مستوى التوازنات الاقتصادية الكبرى كإصلاح العجز في الميزانية والتحكم في التضخم[3].

10- خط القرض الاحتياطي:

إنّ وضع هذه الآلية كان ضروريا من أجل تدعيم نشاط الصندوق فيما يخص الأزمات المالية إذ بسبب الاندماج المتزايد للاقتصاديات الوطنية أصبح التهديد الدائم للأزمات الاقتصادية التي تنشأ في دول معينة والانتقال إلى باقي دول الأخرى، أي كما يعرف بأثر العدوى، مما دفع بالصندوق في سنة 1997 بوضع هذا الخط لمساعدة الدول على الاحتياط من الأزمات التي قد تتعرض لها هذه الدول مع العلم أنها سليمة اقتصاديا[4].

11- التسهيل من أجل تخفيض الفقر:

في26سبتمبر1999 اعتمدت اللجنة المكلفة لتعويض تسهيل التكيف الهيكلي المعزز(FASR)بتسهيل جديد وهو (FRPC) و الذي يهدف إلى تقليل الفقر في الدول الأعضاء و إلى معالجة المشاكل المستمرة التي تعاني

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص (90-91).

(2) د.غازي عبد الرزاق النقاش، مرجع سبق ذكره، ص89.

(3) نبيلة بودي، الدور الجديد لصندوق النقد الدولي في إطار العولمة، رسالة ماجستير، معهد العلوم السياسية والعلاقات الدولية، جامعة الجزائر2001، ص37.

(4) أبودراز سفيان، مرجع سبق ذكره، ص75.

منها موازين مدفوعاتها وهي ذات فوائد منخفضة جدا واستحقاق طويل الأجل[1].

الفرع الرابع: تعديل مهام صندوق النقد الدولي.

من أهم الآثار التي خلفتها العولمة الاقتصادية في السنوات الأخيرة من القرن العشرين هي اضطرابات أسعار الصرف في صيف1997 والتي تجلت من خلال أزمة الأسواق الأسيوية وما تبعها من اضطرابات سياسية واقتصادية في المنطقة.

وتبعا لهذه التغيرات التي عرفها الاقتصاد العالمي قام صندوق النقد الدولي بتوسيع وتعميق نشاطه حيث قام في سنة 1970 بتعزيز نشاطه الرقابي ودراسة مدى كفاية موارده وتوطيد جهوده في مجال مساعدة البلدان الأعضاء، وفي ظل الظروف الجديدة كان لزاما على صندوق النقد الدولي أن يؤقلم مهامه ليتمكن من التصدي لمختلف الأزمات التي تهز الاقتصاد العالمي وأصبحت أهم أدواره في الظروف الجديدة هي[2]:

1- تعزيز عملية الرقابة:

بما أنّ النظام المصرفي والنقدي الدولي هو مجموعة من النظم المصرفية والنقدية الوطنية وجب على الصندوق أن يقوم بمراقبة هذه النظم من خلال ثلاث نقاط رئيسية وهي:

أ- سلامة النظام المصرفي: تعرف العديد من النظم المصرفية هشاشة تؤثر على انسجام النظام المصرفي الدولي لذلك وجب على صندوق النقد الدولي أن ينبه أعضائه إلى النقائص التي تميز أنظمته المصرفية.

ب- الشفافية: في هذا الإطار يتحصل صندوق النقد الدولي على جميع المعطيات الاقتصادية الخاصة بالبلد العضو ويتم تحليلها وتقييمها وإبداء الرأي فيها واقتراح توصيات تمكن البلاد العضو من الوصول إلى تحسين نظامه المصرفي، وتنشر هذه المعطيات والتوصيات في سلسلة من نشرات المعلومات الصحفية والتي تعد الدعم الأساسي لجلب رؤوس الأموال الأجنبية إذا كانت هذه المعطيات إيجابية.

ت- حسن الإدارة والحكم: في هذه النقطة بالذات يقوم الصندوق بتقديم التمويل والتدريب اللاّزمين للمسؤولين على تطبيق السياسات الاقتصادية تماشيا مع الأوضاع المستجدة في كل حقبة، وإذا كانت النقاط الثلاثة السابقة هي الطرق الأساسية للمراقبة فإنّ وسائلها هي:

- المشاورات الثنائية العادية مع البلد العضو.
- الزيارة الميدانية لخبراء الصندوق للدول الأعضاء.
- يطلب من الدول المعنية بتطبيق برنامج مالي مطابق لبرنامج الإصلاحات الاقتصادية.
- متابعة وتقييم برامج الإصلاحات الاقتصادية عن طريق الاستشارات السنوية وكذلك الفصلية منها.

---

(1) Jeremy Clift Op.cit, p32.

(2) كمال دبب، النظام النقدي الدولي في ظل العولمة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر2001، ص(112-113).

2- الشرطية:

أصبح الصندوق عند تقديمه لأي إعانة مالية لبلد عضو ما، يسعى للتأكد من أنّ هذا الأخير منتهج سياسات تؤدي إلى التخفيف من مشكلة مدفوعاته الخارجية أو التخلص منها، وهذا التعهد الذي يقدمه البلد المعني بشأن اتخاذ تدابير علاجية مقابل الإعانة المالية من الصندوق هو ما يسمى بالشرطية.

المطلب الثاني: البنك العالمي للإنشاء و التعمير(B.I.R.D).

ينظر للبنك العالمي دائما على أنّه المؤسسة الاقتصادية العالمية التوأم للصندوق النقد الدولي والذي أنشئ في إطار تكوُّن النظام الاقتصادي العالمي ما بعد الحرب العالمية الثانية،ونتيجة لاتفاقية "بريتونوودز"من منظور الحاجة إلى مؤسسة اقتصادية تمنح قروض طويلة الأجل لتكمّل عمل الصندوق ويمكن التعرف على البنك العالمي وهياكله وأهدافه وموارده وسياسته الاقراضية على النحو التالي:

الفرع الأول: التعريف والنشأة.

1- التعريف:

يمكن تعريف البنك العالمي على أنّه المؤسسة الاقتصادية العالمية المسؤولة عن إدارة النظام المالي الدولي والاهتمام بتطبيق السياسات الاقتصادية الكفيلة بتحقيق التنمية الاقتصادية للدول الأعضاء، وبذلك فإنّ مسؤوليته تنصب أساسا على سياسات التنمية والاستثمارات وسياسات الإصلاح الهيكلي وسياسات تخصيص الموارد في القطاعين العام والخاص وكذلك يهتم البنك العالمي بصفة رئيسية بالجدارة الائتمانية لأنه يعتمد في التمويل على الاقتراض من أسواق المال[1].

وتشمل عبارة البنك العالمي كل من الشركة المالية الدولية "SFI"، المؤسسة الدولية للتنمية"IDA"، الوكالة المتعددة الأطراف لضمان الاستثمار"AMGI"، المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار"CIRDI".

2- نشأة البنك العالمي:

تم إنشاء البنك الدولي للإنشاء والتعمير في عام 1946بغية إعمار دول أوروبا الغربية بحيث أنه يمنح قروض طويلة الأجل وبأسعار مرتفعة تقترب من أسعار الفائدة في أسواق رأس المال العالمية وتتلخص أهدافه في[2]:

- مساعدة الدول الأعضاء على استغلال مواردها الإنتاجية.
- تشجيع الاستثمارات الخاصة الأجنبية وذلك عن طريق حماية المستثمر الأجنبي من مخاطر الاستثمار غير التجاري.
- العمل على نمو التجارة الدولية نموا متوازنا طويل الأجل.
- تقديم المساعدات الفنية للدول الأعضاء من خلال برامج تدريب للمسؤولين في الدول النامية في مجالات التخطيط الاقتصادي والتنمية.

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص94.

(2) د.بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت2003، ص193.

الفرع الثاني: هيكل مجموعة البنك العالمي وأهدافها.

تتلخص أهداف البنك العالمي في ترسيخ قواعد السلوك للنظام المالي الدولي في كل ما يتعلق بالتحركات الدولية لرؤوس الأموال سواء في صورة قروض أو استثمارات أجنبية مباشرة أو غير مباشرة، بغرض زيادة مستويات التنمية الاقتصادية ورفع معدلات النمو الاقتصادي وعلاج الاختلالات الهيكلية وبخاصة الدول النامية للمساعدة في علاج الاختلال الهيكلي في ميزان المدفوعات والوصول إلى تحقيق التوازن الخارجي وهو في ذلك مكمل في أهدافه ومهامه لصندوق النقد الدولي.

بما أن عبارة البنك العالمي تعني مجموعة البنك العالمي وجب علينا الإشارة إلى كل واحدة على حدى وتحديد أهدافها على النحو التالي:

1- الشركة المالية الدولية: "SFI" la société financière internationale.

أنشأت الشركة المالية الدولية في شهر جويلية 1956 وأصبحت وكالة متخصصة تابعة للأمم المتحدة في20 فيفري 1957، من أجل تشجيع النمو الاقتصادي في الدول النامية، ومن أجل تقديم القروض من دون ضمانات حكومية كما يجوز للمؤسسة حيازة حصص في أسهم رؤوس أموال الشركات التي تقدم لها قروضها والاضطلاع دون حافز للمستثمرين الآخرين من القطاع الخاص والعمل على تنمية وتطوير رأس المال في الدول النامية[1].

2- المؤسسة الدولية للتنمية: "AID" l'association internationale de développement.

أنشئت المؤسسة المالية للتنمية في سنة 24سبتمبر 1960 وتم إنشائها من أجل تقديم المساعدات للدول النامية الأشد فقرا من غيرها والتي يزيد متوسط الدخول فيها عن 500 دولار سنويا للفرد[2]. ويتم تقديم القروض بشروط سهلة وميسرة وبفائدة بسيطة ومدة أطول وتتلخص أهدافها في[3]:

- إعطاء دفعة للتنمية الاقتصادية في الدول النامية وبصفة خاصة للدول الأكثر فقرا.
- منح القروض لمشروعات البنية الأساسية والطاقة لتقوية البنية الأساسية وتحسين الأداء الاقتصادي.

3- الوكالة المتعددة الأطراف لضمان الاستثمار: "AMGI" l'agence multilatérale de garantie desinvestissement:

وقد بدأ عملها في 1988 هدفها تشجيع الاستثمار الخاص في المجالات الاستثمارية المختلفة للدول النامية، وهذا من خلال تقديم للمستثمرين الأجانب ضمانات ضد المخاطر غير التجارية كالحرب أو التأميم، كما تقدم خدمات استثمارية للحكومات لمساعدتها على إيجاد وسائل لاجتذاب الاستثمارات الخاصة، وخلال السنة المالية 1992 أصدرت الوكالة ضمانات لـــ21 مشروع في ثماني دول نامية بلغت تكلفتها الكلية حوالي مليار دولار[4].

---

(1) د.مصطفى رجب، مرجع سبق ذكره، ص48.

(2) د.بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص188.

(3) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها،شركاتها،تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص82.

(4) د.مصطفى رجب، مرجع سبق ذكره، ص(48-49).

4- المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار: "CIRDI"

Le centre international pour le règlement différends relatifs aux investissements

أنشئ المركز الدولي لتسوية منازعات الاستثمار في عام 1966 وتهدف لتسوية منازعات الاستثمار الناتجة عن الاستثمار تحت رعاية البنك العالمي، وتشجيع الاستثمار الأجنبي عن طريق توفير التسهيلات الدولية للتوفيق والتحكيم في منازعات الاستثمار بين الدول والأطراف المتعاقدة مع مواطني الدول الأخرى، ويهدف المركز من جراء ذلك إلى المساعدة على إيجاد جو من الثقة المتبادلة بين الدول والمستثمرين الأجانب كما يمارس مركز أنشطة بحث ونشر في مجالات قوانين التحكيم وقوانين الاستثمار الأجنبي ويبلغ عدد الدول الأعضاء 134 عضو[1].

الفرع الثالث: موارد البنك العالمي وسياسته الاقراضية.

البنك العالمي كأي بنك لديه موارد والتي تتمثل أساسا في رأسمال البنك والاقتراضات المختلفة في أسواق المال العالمية وتستخدم هذه الموارد في منح قروض مختلفة من حيث المدة وسعر الفائدة، وموضوع القرض وهذا ما سنحاول معالجته.

1- الموارد والحصص والقوة التصويتية للبنك العالمي:

يحصل البنك العالمي على موارده المالية من رأس المال المكتتب والمدفوع بالفعل، وقد تطور رأس المال المكتتب من 21مليار دولار عام 1959إلى 24 مليار عام1965 وإلى 27مليار دولار عام 1970 وإلى85 مليار دولار عام 1987، وقد وصل إلى 170 مليار دولار عام 1993 المدفوع منه 10% فقط، ولكن النسبة الباقية يمكن أن تطلب وقت الحاجة، بل بلغ رأسمال البنك الاسمي عام 1996 حوالي 184مليار دولار، وقد ساهمت فيه دول الأعضاءبـــ10% فقط كما هو متبع، أما المصدر الثاني لموارد البنك العالمي فهي الاقتراض من أسواق المال العالمية عن طريق السندات ويحصل بالفعل على معظم موارده المالية من هذا المصدر، وأخيرا هناك مصدر ثالث لموارد البنك العالمي والتي تأتي من الدخل الصافي من عمليات البنك المختلفة.

ويلاحظ من ناحية أخرى أن الحصص في رأس مال البنك العالمي موزعة تقريبا بنفس الأوزان الموزعة بها صندوق النقد الدولي، حيث نجد أن الدول المتقدمة الخمس الكبرى وهي الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ألمانيا، وبريطانيا وفرنسا تملك حوالي 43% من الحصص (إجمالي الاكتتاب) وبالتالي تتحدد قوتها التصويتية بحوالي 41% من عدد الأصوات، ومن ثم يكون لها دور كبير في توجيه السياسية داخل البنك، ويتزايد تأثيرها أيضا على أغلبية القرارات التي يصدرها البنك وهو يبرز بالتحديد دور الولايات المتحدة الأمريكية في هذا المجال، وبالتالي تملك وحدها ما يقارب 20% من القوة التصويتية داخل البنك العالمي[2].

2- السياسة الاقراضية للبنك العالمي:

البنك العالمي يمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل وهذا بشروط تدعى بشروط القرض، وهي كالآتي:

أ- شروط الاقتراض التي يضعها البنك العالمي:

---

(1) د.بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص193.

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص(97-98).

نصت اتفاقية البنك العالمي على شروط الاقتراض وأهمها:

– التأكد من إمكانية المقترض بالوفاء بالالتزامات المرتبطة بالقروض، وأنّه ليس باستطاعة المقترض أن يحصل على القرض من أسواق رؤوس الأموال وبشروط معقولة.

– توجيه القروض إلى المشروعات الأكثر نفعا وربحية والتأكد من أن موارد القرض لا تستخدم إلا للأغراض التي منح لأجلها.

– منح القروض لأية حكومة من حكومات الدول الأعضاء، وإذا كان المقترض هيئة غير حكومية فالقرض لابد أن تضمنه حكومة الدولة العضو أو مصرفها المركزي.

ب– السياسة الاقراضية:

تقوم السياسة الاقراضية للبنك العالمي على منح القروض متوسطة وطويلة الأجل وعلى الأخص الأخيرة منها وهي موجهة إلى الدول النامية بصفة خاصة في الوقت الراهن بعد الانتهاء من إعادة وبناء الدول المتقدمة وتحظى قروض البنك العالمي عموما بفترة سماح قدرها5سنوات ويتم استردادها بين 15–20سنة وهي تعطى في الوقت الحالي للدول النامية إلى أن يبلغ متوسط الدخل فيها حدا معينا، تصبح بعدها قادرة على استيفاء حاجاتها التمويلية عن طريق الاقتراض المباشر من أسواق المال العالمية، وقد كان البنك مقيدا بأن يكون إقراضه للحكومات أو بضمان من الحكومات لكن هذا الوضع تغير بعد إنشاء الشركة المالية الدولية وهي إحدى مجموعات البنك التي أصبحت قروضها لا تحتاج إلى ضمان الحكومات ويمكن أن تكون من القطاع الخاص مباشرة.

ومن ناحية أخرى يلاحظ أنّه سواء كان إقراض البنك الدولي بالشروط التجارية، أم بشروط ميسرة فإنّ معظم الإقراض يكون لإقامة المشروعات والقليل منه يمول برامج الإصلاح الهيكلي أمّا أهم القروض التي يقدمها البنك طوال خدمته وحتى مطلع الثمانينات فهي[1]:

- **قروض المشروعات:** وهي تمنح لتمويل مشروع معين مثل مشروع ري أو بناء محطة توليد الكهرباء وتستحوذ هذه القروض على مساحة واسعة من النشاط الاقراضي للبنك وعادة ما تخضع هذه القروض إلى مشروطية ترتبط بالمشروع ذاته مثل حسن تنفيذ المشروع وإدارته إضافة إلى شرط الحد الأدنى من العائد على رأس المال المستثمر في المشروع.
- **قروض البرامج:** وهي تمنح لتمويل برنامج إنمائي أو قطاعي يشمل مشروعات عدة أو لتمويل الاستيرادات لصناعة ما أو لعدة صناعات وفي ظروف استثنائية يشهدها البلد المقترض وبالتالي فهي في الواقع قروض طوارئ تقدم عند حدوث كوارث طبيعية أو أزمات اقتصادية حادة على أثر تدهور مفاجئ في معدل التبادل الدولي، لذا فإنّه عادة ما تكون هذه القروض عديمة المشروطية أما خلال العقد المنصرم، فقد استحدث البنك أنواع جديدة من القروض وهي[2]:

---

(1) د. عرفان تقي الحسين، مرجع سبق ذكره، ص307.

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها،شركاتها،تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص (87-88).

• **قروض التصحيحات الهيكلية:** وقد استحدث في عام 1980 وفي ماي 1980 صدرت مذكرة عن البنك الدولي وحددت شرطين لازمين لتقديم هذه القروض وهما:

– ضرورة وجود خلل خطير في ميزان المدفوعات للدولة يكون من الصعب احتوائه سريعا.

– وجود رغبة من جانب الحكومة واستعدادها لتنفيذ برنامج التكييف الهيكلي خلال فترة زمنية معينة.

وفي هذا النوع من القروض يتشابه البنك الدولي مع وظيفة صندوق النقد الدولي وسياساته الخاصة بعلاج الخلل في ميزان مدفوعات الدول النامية بل ويحدث نوع من التداخل في عمل كل من المؤسستين رغم الاتفاق بينهما بضرورة الفصل بين أعمالهما، وتنطوي قروض التكيف والتصحيح الهيكلي على درجة عالية من المشروطية حيث تدرج الشروط التي تتضمنها هذه القروض تحت أربع مجموعات هي:

– الكفاءة في استخدام الموارد ويدخل فيها معايير الاستثمارات العامة وأولويات الاستثمار وسياسات الأسعار والحوافز في مختلف القطاعات.

– تعبئة الموارد اللازمة للتنمية ويدخل فيها دور القطاع العام والتحول إلى التخصصية وإدارة الدين العام الداخلي والخارجي والمسائل الخاصة بسياسات الموازنة ذات العلاقة.

– التجارة الخارجية وضرورة تحريرها، وزيادة الحوافز التصديرية وإصلاح التعريفة الجمركية.

– إصلاح المؤسسات المالية بما في ذلك النظام المصرفي ونظام الضرائب والإدارة العامة ولذلك فثمة ضعف في إقبال الدول المقترضة على قروض التصحيحات الهيكلية والتكيف الهيكلي.

• **القروض القطاعية:** حيث أدّى العزوف عن قروض التصحيحات الهيكلية أو التكييف الهيكلي إلى شيوع نوع جديد من القروض وهي القروض القطاعية، وهي تشبه قروض التصحيحات الهيكلية والتكيف الهيكلي من حيث أنها لا تعطى لتمويل مشروع معين بل تستهدف تصحيح السياسات الاقتصادية في البلد المقترض ولكنها تختلف عن القروض التصحيحات الهيكلية من حيث أنها تقتصر على السياسات المتعلقة بقطاع معين مثل: الزراعة أو الصناعة أو الطاقة إلا أنها تنطوي كذلك على درجة عالية من المشروطية وإن كان نطاقها محدودا بالقطاع الذي تمنح لأجله.

ولما كانت الصفة المميزة للقروض القطاعية أنها تسعى إلى تصحيح السياسات الاقتصادية في الدول المقرضة فقد أصبح يطلق عليها قروض السياسات.

ت– تقييم سياسات وأداء البنك العالمي:

يرِد على سياسات وأداء البنك العالمي العديد من الملاحظات لعل أهمها[1]:

– أنّ إدارة البنك العالمي لازالت تتأثر كثيرا بنفوذ الدول الخمس الكبرى وعلى رأسهم الولايات المتحدة الأمريكية التي تملك 20 % من القوة التصويتية في البنك العالمي كما هو الحال في صندوق النقد الدولي.

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص101.

– لا يقدم البنك العالمي إلا القليل لتنمية المشروعات الصناعية وهي حجر الزاوية في التنمية الاقتصادية في الدول النامية، ويركز فقط على قطاعات الزراعة والطاقة والبنية الأساسية.

– تزايد المشروطية من قبل البنك العالمي وخاصة برامج الإصلاح الهيكلي التي تحتاج إلى إعادة نظر من قبل البنك لتكون أكثر ملائمة لظروف الدول النامية.

المطلب الثالث: المنظمة العالمية للتجارة(O.M.C).

بعد إنشاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير بقي أن تستكمل هاتين المنظمتين بمنظمة دولية تختص بالعلاقات التجارية وتعمل على تسهيل التبادل الدولي، وتزيل أثار الحماية التجارية، غير أنّ هذه المنظمة لم تتجسد في أرض الواقع بسبب معارضة الولايات المتحدة الأمريكية وكحل وسط تم التوقيع على الاتفاقية الجمركية للتجارة"GATT" عام 1947 بهدف تحرير التجارة الدولية ومن هذا المنطلق تم إجراء ثماني جولات من المفاوضات المتعددة الأطراف كان آخرها جولة الأروجواي أين نتج عنها إنشاء المنظمة العالمية للتجارة.

الفرع الأول: الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة (GATT).

1– نشأة الجات (GATT):

في أعقاب الحرب العالمية الثانية فكرت الولايات المتحدة الأمريكية والقوى العظمى البازغة وقت إذ في إعادة ترتيب الأوضاع الاقتصادية الدولية بصورة تتماشى مع مصالحها وأولوياتها، فتقدمت الحكومة الأمريكية باقتراح للبدء في مفاوضات تجارية تهدف إلى تحرير التجارة الدولية من القيود المفروضة عليها ودعت إلى عقد مؤتمر دولي عام 1974 في جنيف، ولقد ضم هذا المؤتمر 23 دولة بهدف التفاوض حول اتفاقية دولية لتحرير التجارة، وبالفعل بدأت هذه المفاوضات على أساس ثنائي لتبادل التنازلات الجمركية على السلع المختلفة يلي ذلك تجميع كافة الاتفاقيات الثنائية التي تم التوصل إليها لتشكل معا اتفاقية شاملة متعددة الأطراف لتحرير التجارة للسلع التي يطلق عليها الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة "الجات".

والاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة "الجات" هي معاهدة متعددة الأطراف تتضمن حقوقا والتزامات عقدت بين الحكومات المهتمة بالتجارة الدولية والتي تسمى الأطراف المتعاقدة وقد أبرمت هذه الاتفاقية في 30 أكتوبر 1947 وبدأ تطبيقها من أول جانفي 1998[1].

2– مبادئ الاتفاقية:

تقوم الاتفاقية على مجموعة من المبادئ المتعددة الأطراف التي تضم السلوك التجاري للأطراف المتعاقدة وتهدف في مجملها إلى إزالة القيود على التجارة وتحقيق المساواة بين الأطراف المتعاقدة في أسواق بعضها البعض وتتمثل أهم المبادئ التي تقوم عليها الاتفاقية:

(1) د.مصطفى رجب، مرجع سبق ذكره، ص57.

أ- مبدأ عدم التحيز(الدولة الأولى بالرعاية): ينطوي على عدم تمييز الدول الأعضاء ومنح رعاية خاصة لإحدى الدول على حساب دول أخرى حيث تتساوى كل الأعضاء في الجات في ظروف المنافسة بالأسواق الدولية، وله استثناءات في الدول النامية[1].

ب- مبدأ الشفافية: ويقصد بالشفافية عدم اللجوء إلى استخدام وسائل غير جمركية لتقييد الواردات وتهدف هذه القاعدة إلى تحقيق أكبر قدر ممكن للشفافية في المعاملات الدولية[2].

ت- مبدأ المعاملة الوطنية: ويقصد به عدم التفرقة بين السلع المنتجة محليا وبين السلع المستوردة سواء من حيث فرض الضرائب المحلية كضريبة المبيعات أو من حيث فرض إجراءات أو قوانين وضمن هذا الإطار لا يجوز تحديد طريقة لتوزيع السلع المستوردة في السوق المحلي دون تحديدها للسلع المنتجة محليا[3].

3- جولات المفاوضات:

الوظيفة الأساسية للجات هي الدعوة لمؤتمرات دولية تدخل فيها دول الأعضاء لمفاوضات جمركية على أساس متعدد الأطراف وتركز على تحرير التجارة الدولية في السلع عن طريق التخفيضات الجمركية وتخفيض الحواجز غير الجمركية بالنسبة للسلع التي اتفق عليها في دورة "هافانا" في عام 1947 أو مفاوضات لاحقة في الجولات الأخرى.

وخلال الفترة التي انقضت منذ وقت إنشائها أشرفت الجات على ثماني جولات من المفاوضات تمثلت فيما يلي:

---

(1) د.أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية2005، ص14.

(2) د.عبد الواحد العفوري، العولمة والجات: التحديات والفرص، الطبعة الأولى، مكتبة مدبولي، القاهرة2000، ص45.

(3) د.محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص152.

الجدول رقم: (01) جولات المفاوضات الثمانية للجات خلال الفترة (1947-1993).

جولة المفاوض	مدة الجولة	أطراف المفاوضات	أهم النتائج المحققة
جنيف (سويسرا)Genève	1947	23	- تخفيض التعريفات لـــ50%من التجارة الدولية.
أنسي(فرنسا) Annecy	1949	13	- 5000تخفيض في التعريفات.
توركاي (انجلترا) Torquay	1951-1950	38	- تخفيض بـــ25% لحوالي 55000 منتج.
جنيف (سويسرا) Genève	1956	26	- تخفيضات للتعريفات تقدربـــ 2.5 مليار دولار.
ديلون(جنيف) Dillon	1962-1961	26	- تخفيضات للتعريفات لحوالي 6000 منتج. - تعريفة جمركية موحدة للاتحاد الأوروبي. - بدء المفاوضات الزراعية منتج بعد منتج.
كنيدي(جنيف) Kennedy	1967-1964	48	- تخفيض الرسوم الجمركية بنسبة35% على المنتجات الصناعية. - اتفاقية حول التعاملات ضد سياسة الإغراق.
طوكيو Tokyo	1979-1973	104	- تخفيض التعريفات الجمركية والتعريفات غير الجمركية. - وضع إطار للعلاقات الاقتصادية.
الأورجواي Uruguay	1993-1986	115	- اتفاقية تأسيس المنظمة العالمية للتجارة. - مجموعة من الاتفاقيات المتعلقة بالزراعة والنسيج والاستثمارات المرتبطة بالتجارة، وحقوق الملكية الفكرية وتسوية المنازعات، وتخفيضات الحقوق الجمركية.

المصدر:د.صالح صالحي، **دور المنظمة العالمية للتجارة في النظام التجاري العالمي**، مجلة دراسات اقتصادية، العدد02، الدار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة- الجزائر2000، ص98.

لقد كانت نتائج الجولة الأولى باهرة من حيث تخفيض الرسوم الجمركية على عدد كبير من السلع تمثل فيما يقارب ثلثي التجارة الدولية وقد ركزت الجولات الست الأولى على تخفيض التعريفة الجمركية أما جولة طوكيو فقد ركزت على القيود غير الجمركية وتوصل في هذه الجولة إلى تسعة اتفاقيات هامة وهي:

- العوائق الفنية أمام التجارة.

- قواعد التقييم الجمركي.
- الإجراءات الخاصة بتراخيص الاستيراد.
- إجراءات مواجهة الإغراق.
- الدعم والإجراءات المضادة.
- المشتريات الحكومية.
- التجارة في اللحوم البقرية.
- التجارة في منتجات الألبان.
- التجارة في الطائرات المدنية.

الاتفاقيات الخمسة الأولى متعددة الأطراف والاتفاقيات الأخيرة غير إلزامية ولم تبق بعد سنة 1997سوى اتفاقيتين فقط هما المشتريات الحكومية والطائرات المدنية.

4- جولة الأروجواي وتحرير تجارة الخدمات:

تعتبر جولة الأروجواي من أهم الجولات التي دارت في رحى الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة منذ نشأتها حيث دامت قرابة ثماني سنوات (1986-1994) توجت بتوقيع 123 دولة الوثيقة الختامية الرامية إلى تفعيل النظام التجاري الدولي، ولقد شملت الجولة ثلاث مجموعات من القضايا الرئيسية وهي[1]:

أ- زيادة حرية الوصول إلى الأسواق، وبالتالي اتفق على إجراء مفاوضات على أساس خفض الرسوم الجمركية بنحو الثلث وتقليص هام للقيود الكمية وتراخيص الاستيراد والابتكار وتقييد التصدير وقوائم الحظر وغيرها وقد اتفق أيضا على أن تشمل المفاوضات نقص القيود على المنتجات عن الموارد الطبيعية والاستوائية بالإضافة إلى التفاوض من أجل زيادة حرية الوصول إلى أسواق غير تقليدية بإدخال المنسوجات والملابس في إطار الجات وتحرير تجارة السلع الزراعية من خلال تخفيض كبير للدعم والحماية.

ب- تنظيم المناطق الجديدة للتجارة: بحيث تمثل المفاوضات صياغة إطار شامل متعدد الأطراف لتجارة الخدمات، وكذلك تنظيم الجوانب المتصلة بالتجارة في مجال الملكية الفكرية وفي مجال إجراءات ضبط الاستثمار الأجنبي على أن يجري التفاوض من أجل خفض القيود على التجارة الدولية وتعديل سياساتها في هذه المجالات بالاتجاه إلى المزيد من التحرير للتجارة بين الدول والأعضاء.

ت- ضم التجارة الدولية في الخدمات إلى القوائم التجارية الخاصة باتفاقية الجات مثل خدمات النقل والتأمين والخدمات المصرفية والمقاولات وغيرها، وكلها دخلت لأول مرة ضمن نظام تحرير التجارة العالمية.

ث- تحسين القواعد الموجودة وزيادة نظام الجات والإعلان عن قيام منظمة التجارة العالمية حيث كان هناك اتجاه قوى للإعلان عن تحويل الجات إلى منظمة للتجارة العالمية وبالتالي تركيز المفاوضات حول تقوية وتطوير أحكام تسوية المنازعات في إطار الجات وإقامة نظام للتحكيم التجاري، ومكافحة الإجراءات الحمائية وسياسة الإغراق

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية: من أروجواي إلى سياتل وحتى الدوحة، الدار الجامعية، الإسكندرية2002-2003، ص (55-56).

بالإضافة إلى تطوير نظام عمل الجات لما يضمن استمرارية وتطوير دورها المستقبلي خاصة فيما يتعلق بالإشراف الجماعي على السياسات التجارية القومية.

الفرع الثاني: المنظمة العالمية للتجارة.

يأتي إنشاء منظمة التجارة العالمية في ضوء استكمال النظام المالي الاقتصادي العالمي الجديد لأركانه الرئيسية في أول جانفي 1995 الركن الثالث من أركان هذا النظام إلى جانب صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبالتالي تعمل منظمة التجارة العالمية مع كل من البنك والصندوق على إقرار وتحديد معالم النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي أصبح يتميز بوحدة السوق العالمية ويخضع لإدارة وإشراف مؤسسات عالمية تعمل بصورة متناسقة[1].

وقد أنشئت المنظمة التجارة العالمية لتحل محل سكرتارية الجات بعد الاتفاقية الموقعة في مراكش 1994 بعد انتهاء جولة الأروجواي وتشمل منظمة التجارة العالمية وقت إنشائها في أول جانفي 1995 حوالي 110 دولة منهم 25 دولة نامية أمامها طلبات للانضمام من 29 دولة وقد وصل عدد الدول الأعضاء في المؤتمر الرابع للمنظمة الدوحة في نوفمبر عام 2001 إلى 242 عضو[2].

1- مهام المنظمة العالمية للتجارة:

لقد أوكلت للمنظمة العالمية للتجارة جملة من المهام نوجز أهمها فيما يلي[3]:

- تنظيم عمل المنظمة في مجال إدارة وتنظيم المفاوضات التجارية بين الدول الأعضاء فيما يتعلق بالتجارة الدولية في السلع والخدمات، وحماية حقوق الملكية الفكرية وإجراءات الاستثمار المرتبطة بالتجارة فضلا عن إجراءات مكافحة الإغراق.

- تقوم المنظمة بإدارة آلية مراجعة الحسابات التجارية للدول الأعضاء.

- تهيئة الأطراف الدولية للتفاوض بما يتضمنه ذلك من إدارة القواعد والقوانين والإجراءات التي تنظم تسوية المنازعات.

- وضع أسس ومحاور تعاون مختلفة بينها وبين كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للتوصل إلى أعلى درجات التناسق والترابط في مجال رسم السياسات الاقتصادية العالمية وإدارة الاقتصاد العالمي على أسس أكثر كفاءة.

2- المؤتمرات الوزارية:

عقدت المنظمة حتى نهاية 2003 خمس مؤتمرات وزارية كان الأول في سنغافورة في سنة 1996 وعقد الثاني في جنيف سنة 1998، أما الثالث فتم عقده في سياتل عام 1999، والمؤتمر الرابع للمنظمة في نوفمبر عام 2001 في الدوحة، أما المؤتمر الخامس عقد في مدينة "كانكن" في المكسيك خلال الفترة ما بين 10-14سبتمبر

---

(1) نفس المرجع، ص175.

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص104.

(3) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها،شركاتها،تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص190.

عام 2003، وأخيرا المؤتمر الذي انعقد في هونغ كونغ في ديسمبر عام 2005، وسوف نتناول بإيجاز في السياق أهم ما تناولته هذه المؤتمرات من موضوعات ذات صلة بالنظام التجاري الدولي.

أ- مؤتمر سنغافورة 1996 :

تم عقد المؤتمر في الفترة ما بين 9-13 من شهر ديسمبر عام 1996 وحضره ممثلو 120دولة من الأعضاء إضافة إلى دول أخرى في طريقها إلى الانضمام وتم خلال هذا المؤتمر تشكيل مجموعات عمل لبحث إمكانية بدأ التفاوض حول عدد من الموضوعات الجديدة وهي[1]:

- العلاقات بين التجارة والاستثمار.
- العلاقات بين التجارة والمنافسة.
- تسهيل التجارة.
- الشفافية في المشتريات الحكومية.

ب- مؤتمر جنيف 1998:

تم عقد المؤتمر في جنيف خلال الفترة ما بين 18-20 من شهر ماي عام 1998 وقد صدر الإعلان الختامي متضمنا الموضوعات التالية[2]:

- إعادة تأكيد أهمية الالتزام بقواعد النظام الدولي الجديد والعمل على تفعيل أحكام الاتفاقيات المنبثقة عن جولة الأروجواي وما جاء في المؤتمر الوزاري الأول في سنغافورة الذي أكد على أهمية تحرير وفتح الأسواق ورفض المؤتمر استخدام أي إجراءات تقييدية والعمل على تحسين السياسات الاقتصادية الكلية للإسراع للنمو المستقر لكل الدول.

- ضرورة العمل المستمر من أجل تحسين وتعميق الشفافية في عمليات المنظمة واستمرار دعم الجهود نحو تحقيق أهداف النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة.

- الاهتمام بقضية مخاطر تهميش الدول الأقل نموا خاصة فيما يتعلق بالمشاكل التي تواجهها مثل المديونية الخارجية وكذلك العمل على مساعدة هذه الدول لحل مشاكلها مع فتح الأسواق أمام صادراتها.

ت- مؤتمر سياتل 1999 :

شهدت مدينة سياتل الأمريكية في ديسمبر 1999 افتتاح دورة جديدة لمنظمة التجارة العالمية التي تجمع وزراء الاقتصاد والتجارة لـــ135 دولة حيث كانت أهم القضايا المطروحة للمؤتمر والتي طغت عليها الكثير من الخلافات والمناقشات تمثلت فيما يلي[3]:

---

(1) بوغزالة أمحمد عبد الكريم، آثار تحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المالي بالجزائر في ظل الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2005-2006، ص45.

(2) د.عادل المهدي، عولمة النظام الاقتصادي العالمي ومنظمة التجارة العالمية، الطبعة الثانية، الدار المصرية اللبنانية2004، ص(322-323).

(3) د.مصطفى رجب، مرجع سبق ذكره، ص(68-69).

– الزراعة: الولايات المتحدة الأمريكية تريد الحصول على الالتزام من الاتحاد الأوروبي للتفاوض حول إسقاط الدعم الذي يقدمه للمزارعين الأوروبيين حيث رفض الاتحاد الأوروبي هذا القرار بشدة وكان يرغب فقط بمجرد تخفيض الدعم في حدود معينة.

– قوانين مكافحة الإغراق: حاولت وفود اليابان وكوريا الجنوبية ومجموعة كبيرة من الدول الآسيوية للضغط على الولايات المتحدة الأمريكية لتعديل قانون مكافحة الإغراق الذي فرضته بهدف معاقبة الدول التي تصدر لها منتجات بتكلفة منخفضة لكن الولايات المتحدة الأمريكية رفضت ذلك وهذا يعني بوضوح أن الولايات الأمريكية تريد تحرير التجارة عندما تكون في صالحها فقط.

– الحقوق الاجتماعية: حيث اقترحت الولايات المتحدة الأمريكية فرض قيود على العمالة في الدول النامية وتشمل هذه القيود رفع الأسعار ومنع عمل الأطفال لكن الدول النامية أدركت أن هذا القرار سيرفع فقط من تكاليف الإنتاج ويؤدي إلى انخفاض مستوى التشغيل وزيادة الواردات وتخفيض الصادرات ولن يجد العمال فرص عمل سواء بأجور مرتفعة أو منخفضة لذا قررت الدول الإفريقية على عدم التوقيع على أي اتفاق في هذه الجولة والجولات القادمة يتضمن قيود على أجور العمالة في الدول النامية.

– البيئة والتكنولوجيا الحيوية: يريد الاتحاد الأوروبي أن تضع منظمة التجارة العالمية في اعتبارها القواعد الخاصة لحماية البيئة وأن يعتمد مبدأ الحيطة في ضوء ما جرى من أمراض البقر المجنونة التي ظهرت في بريطانيا، والفراخ المسمومة في بلجيكا ويعني هذا المبدأ حق منع دخول أي سلعة مشكوك فيها حيث أن مبدأ الحيطة ترفضه كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول العالم الثالث التي ترى فيه نوعا من الحواجز الحمائية.

ث– مؤتمر الدوحة 2001:

انعقد مؤتمر الدوحة في قطر خلال الفترة ما بين 9–14 من شهر نوفمبر عام 2001 وجاء هذا المؤتمر في ظروف دولية معقدة بما في ذلك تباطؤ النمو العالمي وسيطرت أحداث الحادي عشر من سبتمبر عام 2001 وفيما يلي تحليلا موجزا لما تم التوصل إليه وفقا لما جاء بالإعلان الوزاري الصادر عن مؤتمر الدوحة[1]:

– التأكيد على أهمية إصلاح وتحرير السياسات التجارية لضمان استعادة النشاط واستمرار عملية النمو والتنمية المستدامة وفي هذا الصدد فإنّ المنظمة ترفض أي اتجاهات لاستخدام السياسة الحمائية.

– الاهتمام بتفعيل مبادئ الدخول إلى الأسواق واستمرارية المساعدات الفنية المقدمة إلى الدول النامية والدول الأقل نموا، وكذلك مشاركة هذه الأخيرة بفاعلية في النظام التجاري الدولي.

– ضرورة العمل من خلال النظام التجاري الدولي على حماية البيئة ومواصلة التنمية المستدامة ومنع اتخاذ أي تدابير من شأنها إعاقة حرية التجارة وفقا لضوابط المنظمة.

– إعادة تأكيد نتائج المفاوضات التي دارت في المؤتمر الوزاري بسنغافورة خاصة فيما يتعلق منها بقواعد ومعايير العمل التي تخضع إلى النظام المعمول به تحت وصاية منظمة العمل الدولية.

---

(1) د.عادل المهدي، مرجع سبق ذكره، ص332.

– وافق المؤتمر على استكمال الصين وتايوان لإجراءات انضمامهما إلى عضوية المنظمة وترحيب المؤتمر كذلك بانضمام أعضاء جدد.

– حصول الدول النامية على بعض المرونة فيما يخص حماية الصحة العامة.

ج– مؤتمر كانكن 2003:

عقد المؤتمر الوزاري الخامس لمنظمة التجارة العالمية في مدينة "كانكن" في المكسيك خلال الفترة الممتدة من 10-14 سبتمبر2003 وقد عقد هذا المؤتمر بهدف الاستمرار في التفاوض بشأن بعض الموضوعات التي طرحت في مؤتمر الدوحة، واستكمال العمل للالتزام بتنفيذها، وبهدف مراجعة مدى التقدم حتى تنفيذ الموضوعات وبرامج العمل المتفق عليها في المؤتمر الوزاري السابق بالدوحة. وهذه الموضوعات ترتكز على[1]:

– الزراعة، فتح أسواق أمام المنتجات غير الزراعية.

– تبني قواعد مكافحة الإغراق والقواعد الخاصة بالدعم.

– التعاون بين منظمة التجارة العالمية والمنظمات الدولية لحماية البيئة.

– تسهيلات التجارة.

– التركيز على البعد التنموي.

ح– مؤتمر هونغ كونغ 2005:

تم انعقاد المؤتمر الوزاري السادس لمنظمة التجارة العالمية في "هونغ كونغ" في الفترة الممتدة بين 13-18 ديسمبر 2005، وتم في هذا الاجتماع المناقشة والتركيز على خمس موضوعات أساسية سبق تحديدها من قبل عدد من الوزراء في اجتماعهم في "دافوس" في جانفي 2005 وهذه الموضوعات ترتكز على:

- زراعة القطن.
- النفاذ إلى الأسواق بالنسبة للسلع غير الزراعية.
- الدعم الداخلي.
- فتح أسواق الخدمات.
- تسهيل التجارة.
- التركيز على البعد التنموي.

وقد سبق اجتماع دافوس اجتماع آخر في مدينة جنيف في جويلية 2004 واتفقت الدول الأعضاء حينذاك على حزمة من أطر العمل والاتفاق على بعض المواضيع، ومعظم البنود التي نوقشت في اجتماع " هونغ كونغ" لها تأثيرها المباشر على مختلف الدول العربية، وبالنسبة للدعم الداخلي فإنّ هذا الأمر يمس كافة القطاعات، وكذلك بالنسبة لفتح أسواق الخدمات وقضايا تسهيل التجارة. وهناك أيضا موضوع الضرائب على المحروقات في

(1) نفس المرجع، ص (337-340).

الدول الغربية وأثر ذلك على الحد من الاستهلاك، و بالرغم من أهمية هذا الأمر لدول المنطقة إلاّ أنّ الدول الغربية لها نظرة مختلفة ولا يدخل هذا الموضوع ضمن إطار المفاوضات القائمة[1].

3- منظمة التجارة العالمية (الانجازات والمستقبل):

منذ قيام منظمة التجارة العالمية في جانفي 1995 حققت بعض الانجازات ومازال أمامها الكثير من تحرير التجارة العالمية لبعض السلع والخدمات التي مازالت محل مفاوضات سواء في السوق الحالي أو في المستقبل.

أ- تكنولوجيا المعلومات[2]:

تهدف اتفاقية تحرير تكنولوجيا المعلومات إلى إزالة جميع أشكال التعريفات الجمركية بداية من عام2001 عن كافة منتجات الكمبيوتر والاتصالات والإعلام وبرامج المعلومات وبالتالي تحرير التجارة في هذا المجال تصل إلى 500 مليار دولار سنويا وبلغ عدد الدول الموقعة 28 دولة تشكل 85% من هذه التجارة وهناك ستة دول أخرى أعلنت أنها ستنضم إلى الاتفاقية عندما يتم توقيعها في مارس 1997 ليرتفع نصيب الدول الموقعة إلى 90% من تجارة تكنولوجيا المعلومات على أن يبدأ سريان الاتفاقية في جويلية 1997 على مراحل، وكانت الدول المتبنية للاتفاقية هي الولايات المتحدة الأمريكية التي ستربح سنويا مليار دولار إضافية من وراء الاتفاقية.

الجدول رقم(02): يمثل التجارة الدولية لمنتجات تكنولوجيا المعلومات سنة 1995 (بالمليار الدولار الأمريكي).

أكبر الدول المستوردة	المبلغ
أمريكا	139.93
الاتحاد الأوربي	104.84
اليابان	37.68
سنغافورة	27.72
ماليزيا	22.22
كندا	19.81
تايوان	16.53
كوريا الجنوبية	16.47
الصين	14.38
هونج كونغ	12.31
المجمـــــوع	408.65

أكبر الدول المصدرة	المبلغ
اليابان	106.6
أمريكا	97.99
الاتحاد الأوربي	57.07
سنغافورة	41.27
كوريا الجنوبية	33.22
ماليزيا	32.84
تايوان	28.71
الصين	14.15
المكسيك	11.67
كندا	11.55
المجمـــــوع	435.43

المصدر:د.عبد الحميد عبد المطلب، **الجات وآليات المنظمة العالمية للتجارة**:من أروجواي إلى سياتل وحتى الدوحة، الدار الجامعية، الإسكندرية2002-2003ص201.

(1) تحرير التجارة الدولية، التحديات التي تواجه المؤسسات الحكومية في مجلس التعاون الخليجي، تقرير المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2005، ص (08-09).

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية: من أروجواي إلى سياتل وحتى الدوحة، مرجع سبق ذكره، ص201.

ب- الخدمات المالية:

مع نهاية جولة الأروجواي في ديسمبر 1993 كان بعض الأعضاء يرون أن الالتزامات في جداول عدد من الأعضاء لا يتيح الأساس المناسب لعقد المفاوضات إلا أنّه في سبيل إنجاح عقد المفاوضات وافق الوزراء في اجتماع مراكش في أفريل 1994 أنّه لابد من استمرار متابعة المفاوضات حول الالتزامات المالية للخدمات بعد إبرام اتفاقية تنظيم التجارة الدولية والملحق الخاص بالخدمات المالية وقد سمح القرار الوزاري للأعضاء بتحسين وتعديل وإلغاء بعض التزامات الخدمات المالية مع مفاوضات استمرت 15 شهرا وانتهت في 30 جويلية 1995 وقد اتفق الأعضاء على أنّ الهدف من المفاوضات يجب أن يحقق الالتزام وعدم الإلغاء أو سحب الالتزامات القائمة[1].

والخدمة المالية تعني أي خدمة ذات طبيعة مالية تشمل الخدمات كافة خدمات التأمين وخدمات ذات الصلة بالتأمين، وجميع الخدمات المصرفية وغيرها من الخدمات المالية وكذلك الخدمات الثانوية أو المساعدة لخدمة ذات طبيعة مالية[2].

يبلغ عدد الدول التي وقعت اتفاقية الخدمات المالية 102 دولة وقد قدمت هذه الدول جداول تحدد التزاماتها، وتختلف من دولة إلى أخرى مما يجعل من الصعب الإشارة إلى التزامات كل دولة بالتفصيل ولكن سنشير فيما يلي إلى الالتزامات التي وافقت عليها معظم الدول[3]:

- التزمت معظم الدول بفتح أسواقها أمام البنوك الأجنبية والشركات التي تتعامل بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) وكذلك شركات التأمين بحيث تعمل هذه الشركات جنبا إلى جنب مع الشركات والمؤسسات الوطنية.

- الالتزام بأن تقوم الشركات المالية وشركات التأمين في دولة معينة بأن تبيع خدماتها إلى عملاء دول أخرى بمعنى الوجود المادي لهذه الشركات في الدول المضيفة ليس ضروريا.

- الالتزام بالسماح للشركات والمؤسسات المالية المشتركة (رأسمال أجنبي، رأسمال وطني) بأن تزاول أعمالها في الدول المضيفة.

4- بعض أثار الجات ومنظمة التجارة العالمية على الدول النامية:

دون الدخول في تفاصيل دراسة تلك الآثار فإنه يمكن الإشارة إلى أنّ هناك مجموعة من الآثار الايجابية ومجموعة من الآثار السلبية تقع على الدول النامية، وليس أمام تلك الدول إلاّ أن تعظم الآثار الايجابية وتحجم الآثار السلبية عند أدنى مستوى ممكن وفيما يلي نذكر أهم تلك الآثار[4]:

---

(1) نفس المرجع، ص202.

(2) مصطفى رشيد شحاتة، اتفاقية التجارة العالمية في عصر العولمة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2004، ص217.

(3) عزوز عائشة، مرجع سبق ذكره، ص54.

(4) د. عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص(114-115).

أ- الآثار الايجابية: وتتلخص في الآثار التالية:

- انعكاس أثر انتعاش اقتصاديات الدول الصناعية المتقدمة على الدول النامية من خلال زيادة حجم التبادل الدولي.
- زيادة إمكانية نفاذ صادرات الدول النامية إلى أسواق الدول المتقدمة.
- انتعاش بعض قطاعات الإنتاج في الدول النامية مثل الزراعة، الصناعة والخدمات.
- زيادة الكفاءة في الدول النامية من خلال تصاعد المنافسة الدولية.

ب- الآثار السلبية: وتتلخص في الآثار التالية:

- الإلغاء التدريجي للدعم المقدم للمنتجين الزراعيين في الدول المتقدمة الصناعية سيزيد من أسعار الواردات الغذائية، وبالتالي له آثار ضارة على ميزان المدفوعات وارتفاع معدلات التضخم.
- صعوبة تصدي الدول النامية لمنافسة المنتجات المستوردة من الخارج التي تكون بتكلفة أقل وجودة عالية مما يكون له آثار سلبية على الصناعات الوطنية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدلات البطالة.
- تقلص المعاملة التفضيلية لمنتجات بعض الدول النامية مع الاتحاد الأوروبي أو الولايات المتحدة الأمريكية تدريجيا، وهو ما يضعف تصريف هذه المنتجات في بيئة عالمية أكثر تنافسية.
- قد يؤدي الانخفاض التدريجي في الرسوم الجمركية إلى عجز أو زيادة عجز الموازنة العامة أو زيادة الضرائب مما قد يزيد من تكاليف الإنتاج.

ورغم ذلك يمكن للدول النامية أن تعظم استفادتها من الجات ومنظمة التجارة العالمية إذا ما أحسنت إدارة اقتصادياتها المحلية في ظل النظام التجاري العالمي الجديد.

المبحث الثالث:العولمة المالية.

يشهد الاقتصاد الدولي تطورات كبيرة وتزايد لظاهرة الاعتماد المتبادل وهو ما أدى إلى ميلاد نظام جديد يتميز بالتحرير المالي وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال ودفع إلى الاندماج الكلي بين أسواق السلع وأسواق الأموال الدولية مع سرعة سهولة الاتصالات بين المراكز المالية في مختلف دول العالم، كما أصبحت للقرارات المالية والأحداث الاقتصادية التي تحدث في إحدى دول العالم آثارا على أفراد ودول في مناطق أخرى من العالم، ويسمى الاقتصاديون هذه الظاهرة بالعولمة المالية.

المطلب الأول :ماهية العولمة المالية وعوامل ظهورها.

تعتبر العولمة المالية النِّتاج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية والمحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق أكثر ارتباطا وتكاملا.

الفرع الأول: تعريف العولمة المالية.

كثيرة هي التعاريف المتعلقة بالعولمة المالية شأنها شأن العولمة بصفة عامة ولا يمكننا هنا سرد كل التعاريف وإنما نحاول وضع تصور عام لمفهوم العولمة المالية بناء على الأفكار التي قدمها الباحثون.

فالعولمة المالية من وجهة نظر "دومنيك بليون" هي :"عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال القيود الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات السلعية والمالية من أجل ضمان أفضل تخصص لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر"[1].

العولمة المالية تدرج مرحلي للوصول إلى سوق واحدة وشاملة للموارد المالية تتضمن حركية رؤوس الأموال برفع أشكال الضوابط التنظيمية والجغرافية وضمان التخصيص الأمثل نحو العوائد الكبيرة المخاطر المتدنية لرؤوس الأموال[2].

والعولمة المالية في حقيقة الأمر تقوم على التكامل أو الاندماج المالي وذلك بظهور سوق شبه موحدة لرؤوس الأموال الدولية مما يساعد على تدفق رأس المال بسهولة ودون قيود أو حواجز أو ارتفاع حجم المعاملات الدولية، ومن الصعب تأريخ بداية العولمة المالية. فحركات رؤوس الأموال هي ظاهرة ليست بالجديدة فيكفي التذكير هنا إلى عمليات البنكين "banquier "الايطاليين في أوروبا في عصر النهضة في الإقراض والاقتراض

---

(1) Dominique plihon, les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au de la mythes, Alger, Casbah1997, p68.

(2) د. بومنجل السعيد، إدارة تحديات العولمة المالية من منطلق الحكم الرشيد لتحقيق التنمية المستدامة(دراسة حالة الجزائر)، السوق المالي بين النظري والتطبيق في إطار تجارب الدول العربية، جامعة عنابة، 21-22 أكتوبر2008.عن الموقع الالكتروني: islamfin.go-forum.net/t1843-topic. تاريخ الاطلاع: 2009/10/21.

وتدفقات رؤوس الأموال الفرنسية والإنجليزية في العالم خاصة في المستعمرات في القرن التاسع عشر وما أحدثته أزمة 1929 من حركات لرؤوس الأموال الأمريكية[1].

وتفصيلا فإن العولمة المالية تتضمن تحرير المعاملات التالية[2]:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا أو خارجيا.
- المعاملات الخاصة بالقروض التجارية والمالية والكفالات والتسهيلات المالية.
- معاملات البنوك التجارية بأنواعها.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وهي تشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر الوارد للداخل أو المتجه إلى الخارج أو تصفية الاستثمار وتحويلات الأرباح عبر الحدود.

الفرع الثاني: عوامل ظهور العولمة المالية.

من العوامل التي ساعدت على تطور النشاط المالي و اندماج الأسواق ما يلي:

1. تنامي الرأسمالية المالية:

لقد كان للنمو المطرد الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية والمتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية من خلال تنوع أنشطتة وزيادة درجة تركزه دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية، فأصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي، وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي تعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره[3].

وعلى الصعيد العالمي لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مؤثرا لما يقدمه من موارد مالية (قروض واستثمارات) بشروط خاصة، لاسيما بعد الانخفاض الملحوظ في حجم التدفقات المالية الرسمية والحكومية، وكذلك المنح والمساعدات المقدمة من البلدان المتقدمة والمنظمات الدولية، وقد ارتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية بظهور الاقتصاد الرمزي الذي تحركه مؤشرات الثروة العينية (الأسهم والسندات) التي يتم تداولها داخل الحدود الوطنية وعبر الحدود ودون عوائق، فهو اقتصاد تحركه مؤشرات البورصات العالمية ومعدلات البطالة والمستويات العامة للأسعار والشائعات والعوامل النفسية البيانات الصادرة عن المسؤولين ومحافظي البنوك المركزية[4].

---

(1) M.Durrousset, la mondialisation de l'économie, Ellipses, Paris 1994, p66.

(2) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص(34-35).

(3) شذا الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا، الأردن 2002، ص17.

(4) د. أحمد سليمان خصاونه، مرجع سبق ذكره، ص(37-38).

2. تطور أسواق السندات الدولية:

حيث لوحظ أن جزء كبير من عمليات تسارع عولمة الأسواق المالية يعود إلى النمو الكبير الذي حدث في إصدارات السندات وتداولها في تلك الأسواق وعلى سبيل التحديد، السندات الحكومية التي تغير جوهر السندات عموما، فقد زاد حجم السندات المتداولة في نهاية عقد التسعينات من القرن العشرين الذي وصل إلى1 تريليون دولار الأمريكي[1].

وتعود أهميتها إلى كونها أداة استثمارية طويلة الأجل لمساهمتها في إعادة توزيع المدخرات المتوافرة عالميا على جميع مختلف المقترضين من كافة أرجاء العالم ويتعامل كثير من البنوك في السوق الثانوية لسندات الأورو، وتمتاز بأنها توفر عائدا مضمونا وقلة المخاطر لحامليها وذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال استحقاقها، وأصبحت هذه السوق جزء لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي مما ساعد على نشأة رأس المال الطويل الأجل وتنطوي أسواق السندات الدولية على التعامل في نوعين رئيسين من أسواق السندات وهما[2]:

أ- أسواق سندات الأورو:

وهي مشتقة من اسم السندات الأوروبية، وهي سندات مصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح السندات للاكتتاب.

ب-أسواق السندات الأجنبية:

وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح سندات بها.

3- تطور أسواق عملات الأورو الدولية:

إنّ مصطلح سوق عملات الأورو يشير إلى سوق العملات المقوّمة بعملات دولة معنية، ولكنها تودع خارج حدودها الوطنية وتتمتع هذه الأسواق، وخاصة سوق الأورو- دولار (Euro-dollar) بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، فمثلا عندما يودع مقيم أمريكي أمواله بالدولار في أحد البنوك الأوروبية، فإنّ هذه الودائع، تعتبر ودائع عملات الأورو يطلق على هذه العملة بالأورو- دولار، وتطورت هذه الأسواق بفعل عدة عوامل منها[3]:

- إعلان معظم الدول الأوروبية قابلية عملاتها للتحويل.
- سيطرة الحرب الباردة على العلاقات الاقتصادية الدولية وإيداع الأرصدة بالدولار للدول الشيوعية بالبنوك الأوروبية وخاصة بنوك لندن.

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظماتها،شركاتها،تداعياتها)، مرجع سبق ذكره، ص64.

(2) د.صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد02، جوان2002، ص219.

(3) نفس المرجع، ص219.

– اضطراب ميزان المدفوعات الأمريكي وفرض بعض القيود النقدية داخل الولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة وضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار.

– ارتفاع أسعار البترول بداية السبعينات وتكون الفوائض المالية بالدولار للدول المصدرة للنفط والتي تم إيداعها في المراكز الرئيسية بأوروبا.

– عدم وجود أية قيود تنظيمية أو رقابية على المعاملات التي تتم في هذه السوق، وبالتالي انخفاض تكلفة الائتمان في هذه السوق بالمقارنة مع مثيلتها في الأسواق المحلية الأخرى، وقد قامت البنوك التي تتلقى ودائع الأورو من جانبها بتدوير هذه الأموال في صورة قروض للدول النامية في آسيا وإفريقيا وبصفة خاصة لدول أمريكا اللاتينية

4-عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:

يعكس النمو الكبير الذي حدث في تدفقات رؤوس الأموال الدولية في ضوء عولمة الأسواق المالية، أحجاما ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها، فراحت تبحث عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى، إذ لا يخفى أنّه لو كانت معدلات العائد المتوقعة التي تدرُّها هذه المدخرات والفوائض داخل بلادها أعلى من تلك المعدلات المتوقعة بالخارج، لما خرجت أصلا من حدودها الوطنية هذا يعني أن نمو العولمة وبما تعكس من حركة واسعة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي، إنما يعني في الوقت نفسه وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية غير المستثمرة، ويكفي للدلالة على عظم حجم الفوائض التي تنساب إلى الأسواق المالية المختلفة يكفينا أن نشير إلى أن المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية قد قامت بإدارة أصول مالية تزيد قيمتها عن 20 تريليون دولار أمريكي وهذا المبلغ يعادل ما نسبة 110% من مجموع الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول وحوالي 90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها الجهاز المصرفي في هذه الدول، كما يزيد على نصف قيمة الأسهم والسندات المتداولة فيها[1].

وعلى الرغم من أن ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي وأن الاستثمار المالي في الأسواق الخارجية كان قد بدأ منذ المراحل الأولى لتطور النظام الرأسمالي لكن الجديد في الظاهرة الآن هو تعاظم حجم الاستثمارات بمعدلات خيالية وتنوع الأدوات المالية المتجسدة في ارتباط الأسواق المالية في مختلف دون العالم والاستقلالية التي تتحرك بها الأموال بعيدا عن متطلبات حركة التجارة الدولية.

5-التحرير المالي المحلي والدولي:

لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي وبالتحرير المالي الدولي، وقد زاد معدل نمو هذه التدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين وغير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية[2].

---

(1) د. رمزي زكي العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، دار المستقبل، القاهرة1999، ص88.

(2) شذا الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص20.

ويشير الجدول التالي إلى الأعوام التي بدأت فيها بعض البلدان الصناعية والنامية عمليات التحرير المالي، بعد مرحلة كان يسودها التدخل الحكومي الواسع النطاق في الأسواق المالية.

الجدول رقم(03):يمثل تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول.

الدولة	بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير
الولايات المتحدة	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	بيرو	1991
اليابان	1979	فنزويلا	1991
المملة المتحدة	1981	مصر	1991
ألمانيا	1978	المغرب	1991
أندونسيا	1981	جنوب إفريقيا	1980
كوريا الجنوبية	1978	بنجلادش	1988
ماليزيا	1978	الهند	1989
الفلبين	1981	فرنسا	1984
سنغافورة	1978	تايلاند	منتصف الثمانينيات
تايوان	1979	البرازيل	1989
		الشيلي	1974

المصدر: شذا الخطيب، **العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا، الأردن 2002، ص21.

6-التطور التكنولوجي ووسائل الاتصال:

لقد لعب التقدم الكبير في الحقل التكنولوجي، وخاصة في مجال الاتصالات والمعلومات دورا مساندا في عولمة الأسواق المالية ويظهر تأثير التطورات التكنولوجية فيتخطي الحواجز الطبيعية في الزمان والمكان، ففترة التسعينات عرفت ثورة هائلة في شبكات الاتصال بين المؤسسات، وأصبحت سرعة تنقل المعلومات (technologie d'information) ولا يجب أن ننسى في هذا الصدد الثورة الاتصالية التي أحدثتها شبكة الانترنيت في نهاية القرن العشرين وما نتج عنها من تسهيلات في مجال الاتصال ونقل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق المالية، فالاتصال الذي كان يتم بواسطة مختلف الشبكات الكبرى (globex, swift...)، أصبح يتم عن طريق الإنترنت وبالتالي أصبح المستثمرون قادرون على التعرف في وقت وجيز على أسعار الأصول وهذا بتكلفة صغيرة وبفضل تحسينات جهاز الكمبيوتر أصبح بمقدورهم أن يقوموا بسرعة فائقة بوضع المعاملات المصرفية الالكترونية والتي تعني تقديم الخدمات والمنتجات الخاصة بالمعاملات المصرفية عن طريق قنوات توصيل إلكترونية[1]

(1) أبودراز سفيان، مرجع سبق ذكره، ص96.

7-ظهور الابتكارات المالية:

ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين فإلى جانب الأدوات التقليدية في الأسواق المالية (وهي الأسهم والسندات) أصبح هناك العديد من الأدوات الاستثمارية منها المشتقات (derivatives) التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتشمل المبادلات (swaps) والسقف، القاعدة (collars)،والمستقبليات (futures) والخيارات (options)، وكل هذه الأدوات تتطور من فترة لأخرى، وعلى نحو مطرد، بحيث تتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الخيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية كما تلعب دورا بالغ الأهمية في تحقيق التقارب بين مختلف الأسواق المالية.

وقد ساعد في ظهور هذه الأدوات الاضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي، نتيجة تقويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة، بهدف تأمين الحماية للمستثمرين وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية، لاسيما تلك التي دخلت حديثا إلى السوق، وذلك بهدف تجزئة المخاطر وتحسين السيولة، بما توفره للمستثمرين من إمكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حدوث تطورات أو توقعات جديدة[1].

8-نمو دور المستثمرين المؤسساتيين :

إنّ التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال الدولية تجرى أو تنفذ من خلال ثلاثة أنواع من المتعاملين: البنوك والمؤسسات والمستثمرين المؤسساتيين، ويمثل النوع الأخير القوة الدافعة وراء التدفق المالي إلى البلدان النامية وغيرها من البلدان، الذين برزوا على الأخص في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات، فمع الاتجاه المتنامي لحصر عمليات الادخار في إطار مؤسسي في البلدان الصناعية، سيطر المستثمرين المؤسساتيين على القطاع العالمي، وخاصة أسواق رأس المال.

وعلى سبيل المثال تقدر نسبة العمليات التي يقوم بها المستثمرين المؤسساتيين الآن بحوالي 49% من مجمل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بالمقارنة مع 16.5 %منذ ثلاثة عقود ومع سيطرة شركات إدارة رؤوس الأموال الأمريكية على هذه التجارة،يدير ويتحكم المستثمرون المؤسساتيون بموجودات تقدر بمليارات الدولارات[2].

ويتمثل المستثمرين المؤسساتيين في[3]:

أ- صناديق التقاعد: هي مؤسسات مالية غير مصرفية، تتجمع فيها الأرصدة النقدية من الاستقطاعات التي يساهم فيها العاملون، وكذلك مساهمات أرباب الأعمال، سواء في القطاع الخاص أو القطاع العام وتقوم هذه المؤسسات بإقراض هذه الأموال المجتمعة لديها لمن يحتاجها من المستثمرين، وتحصل مقابل ذلك على فوائد، أو تقوم بشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، سواء التي تصدرها الحكومة أو المؤسسات الخاصة، بمعنى آخر أنها تقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمستثمرين.

---

(1) د. أحمد سليمان خصاونه، مرجع سبق ذكره، ص(39-40).

(2) سنغ كقالجيت: ترجمة رياض حسن، عولمة المال، الطبعة الأولى، شركة المطبوعات البنانية-لبنان2001، ص49.

(3) د.عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، النقود والبنوك، الطبعة الثانية، مركز يزيد للنشر-الكرك2005-2006، ص(289-291).

ب–صناديق الاستثمار المشترك: مؤسسات مالية وسيطة تقوم بجمع الموارد المالية من صغار المستثمرين حيث تقوم ببيعهم حصص مشاركة مقابل أموالهم، وتقوم بشراء أوراق مالية لهم، وعن طريق تجميع المبالغ الصغيرة من المستثمرين تقوم هذه الصناديق بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية بأسعار منخفضة، فتحقق هذه الصناديق منافع لمساهميها عن طريق تخفيض تكاليف شراء الأدوات المالية مباشرة ومن دون وساطة السماسرة، وبذلك توفر العمولة التي يفترض أن يحصل عليها هؤلاء والسماسرة، وتقوم هذه الصناديق عادة بشراء محافظ استثمارية متنوعة من الأوراق المالية.

الفرع الثالث: مراحل تطور العولمة المالية.

إن العولمة المالية حديثة النشأة نسبيا فعمرها لا يتجاوز الأربعين سنة على أكثر تقدير، ومهما يكن فقد مرت العولمة المالية بالمراحل التالية[1]:

1– مرحلة تدويل التمويل غير المباشر(1960 – 1979):

تميزت هذه المرحلة باستقلالية الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة والتمويل بوساطة بنكية (التمويل غير المباشر) إذ تتضح سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية وانتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية كما تميزت ببداية مديونية العالم الثالث، بالإضافة إلى ارتفاع العجز في موازين مدفوعات الدول المتقدمة خاصة الولايات المتحدة الأمريكية، ففي هذه المرحلة وعلى أساس العجز المالي الكبير داخل الاقتصاد الأمريكي قررت الحكومة تحرير الصرف بالإضافة إلى ظهور سوق جديدة لرؤوس الأموال وهو سوق اليورو– دولار، الذي نشأ نتيجة هروب رؤوس الأموال الخاصة الأمريكية إلى أوروبا بكميات كبيرة بحثا عن ارتفاع الأرباح المالية واستجابة لانخفاض معدلات الفائدة وكذلك ظهور سوق(Petro dollar) مع أزمة 1973كسوق حرة، حيث أدمجت البترو– دولارات (Petro dollar) في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول، وتراكم مبالغ هائلة في الدول المصدرة له، إذ نجد أن دول الخليج العربي نفقت فائضا بـــ30مليار دولار خلال ثماني سنوات (1974 –1981) مما زاد نسبة الادخار العالمي.

هذه العوامل الثلاثة الأخيرة (انهيار نظام بروتون وودز، سوق اليورو– دولار، سوق البترو– دولار) كانت أساسية في فتح مجال العولمة المالية، حيث تم تحرير الأسواق المالية، وهذا يعني أن كل القيود التقليدية التي كان نظام الوساطة المالية مبنيا عليها سوف تختفي.

2– مرحلة التحرير المالي(1980 – 1985):

لقد تزامنت هذه المرحلة مع وصول السيدة "مارغريت تاتشر" إلى الحكم في بريطانيا وتولي "بول نولكر" رئاسة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وهما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية والمالية، على المستوى الوطني والعالمي، ففي هذه المرحلة تم تحرير حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية وبالتالي خلق ما يسمى باقتصاد السوق المالية بربط الأسواق المالية الوطنية بعضها البعض، كما نلاحظ توسعا

(1) د. محفوظ جبار،، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة، مرجع سبق ذكره، ص(95-98).

كبيرا في أسواق السندات وارتباطها على المستوى الدولي، مما مكن الدول الصناعية الكبرى من تمويل العجز في ميزانياتها وذلك بإصدار أدوات مالية في الأسواق المالية العالمية، خاصة سندات الخزينة وقد فتح هذا التحرير المجال أمام المستثمرين الأجانب، ما يميز العولمة المالية في هذه المرحلة، هو الفاعلون الجدد في الأسواق المالية الذين يسيرون موارد مالية ليست ذات مصدر رأسمالي، وهذه الموارد تسير على مستوى شركات خاصة تقوم بجمع الادخار، وهي صناديق المعاشات، هذه الأخيرة تحولها إلى رؤوس أموال مالية وفي الحقيقة أن صناديق المعاشات لا تملك رأس مال أصلا وهدفها الأساسي هو تحقيق الربح.

3- مرحلة تعميم المراجحة وضم الأسواق المالية الناشئة (1986حتى الآن):

ما يمكن أن يميز في هذه المرحلة هو زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بفضل التطور واستعمال وسائل الاتصال الحديثة التي تمكن أيًّا كان وفي أي مكان من شراء ما يرغب من أي سوق مالي في العالم، هذا الارتباط وافقه تحرير سوق الأسهم على غرار سوق السندات وتحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها، بالإضافة إلى توسيع التمويل المباشر وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية، وزيادة التعامل بالأوراق المالية المشتقة (الخيارات والمستقبليات) كما ميز هذه المرحلة الأزمات التي عرفتها البورصات العالمية والتي كلفت العالم خسارة قدرت بملايير الدولارات، وإفلاس العديد من البنوك، بالإضافة إلى أنّه في أوائل التسعينات تم ضم وربط العديد من الأسواق المالية الناشئة بالأسواق المالية العالمية مما زاد من تدفق رؤوس الأموال إليها وسهل من توجه ادخاري معتبر إلى تلك المنقطة.

من خلال عرض هذه المراحل نلاحظ أن العولمة المالية جعلت البلدان تقترب أكثر فأكثر لتصبح قرية صغيرة تسير وفق نظام مالي عالمي خاصة بعد رفع الحواجز والتخلي عن نظام الوساطة المالية، كما أن هناك العديد من الأسس التي تقوم عليها العولمة المالية، لكن معظم الكتاب يجمعون على ثلاثة ركائز أساسية تعرف باسم "Les trois D" أو الدلالات الثلاثة و هي :

أ.تراجع الوساطة المالية:"Désintermédiation financière"

يعني انخفاض حصة التمويل غير المباشر للاقتصاد وزيادة حصة التمويل المباشر وبعبارة أخرى إقبال المتعاملين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية دون المرور على الجهاز المصرفي والبنوك التجارية قصد القيام بعمليات التوظيف والاقتراض، أي تفضيل إصدار أوراق مالية منه عن اللجوء إلى البنوك[1]، ويتم ذلك عن طريق الانتقال التدريجي من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأوراق المالية وهذا ما قام به "François chesnais" عبر ثلاث مراحل[2]:

(1) François combe & Thibaut lépinat, problèmes monétaires et financières internationaux,1ere édition, Gualino éditeur, Paris2004, p191.

(2) تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية و الإدارية الجامعة التطبيقية عمان، الأردن، ص12.

- من 1960– 1980 التدويل المالي غير المباشر للنظم المالية الوطنية أو تمويل القروض ذات توجهات خاصة (قروض الاستغلال، قروض للسكن....)

- من 1980– 1985 المرور الآني عن طريق التمويل عبر السوق المالي والاتصال بين مختلف النظم الوطنية عن طريق تحرير الأسواق المالية.

- من 1986– 1996 توسع الأسواق المالية وخلق هيئات مختلفة ودمج مختلف الأسواق العالمية بما ذلك أسواق الدول الناشئة وأسواق بلدان العالم الثالث.

فالمؤسسة تختار في تمويل مشروع ما استخدام سوق السندات وتصدر في نفس الوقت سندات دين من قبل نقابة البنك الدولي وهذا بعملة المقترض أو عملة أخرى، وميز هذا النوع من التمويل مقارنة بالائتمان أنه لا توجد قيود وضمانات تفرض على المقترض والشرط الوحيد بالنسبة لهذا التمويل هو دفع الفائدة[1].

ب. تقليل القيود التنظيمية: "Déréglementation"

زوال القيود التنظيمية كانت ميزة أساسية لتطور الرأسمالية في نهاية القرن العشرين، وقد سجلت هذه الحركة في إطار سلسلة من عمليات تحرير حركة رؤوس الأموال التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية السبعينات ثم توسعت فيما بعد إلى باقي دول العالم الثالث، حيث أن انفتاح الأسواق المالية اليابانية ابتداء من1983– 1984 وخلق سوق موحدة لرؤوس الأموال في أوروبا سنة 1990، التحرير المالي نتج عنه وفي كل مكان إلغاء الرقابة على الصرف وحرية انتقال رؤوس الأموال قصيرة المدى، بالإضافة إلى أن هذه الحرية في انتقال رؤوس الأموال تتنافى مع السياسة النقدية الذاتية والصرف الثابت ومنه نجد أن بلدان النظام النقدي الأوروبي الذين حاولوا كفرنسا، بريطانيا، إيطاليا الحفاظ على السيادة النقدية الذاتية واجهوا المضاربة ضد نقدهم الوطني ومنه اضطرت هذه البلدان إلى التخلص من السيادة الذاتية كمثال فرنسا والانسحاب من النظام النقدي الأوروبي كإيطاليا وبريطانيا[2].

ت. إلغاء الحواجز الفاصلة بين الأسواق: "Décloisonnement des marchés"

العولمة المالية أدت إلى تحرير الأسواق وفتح الحدود أمام الأسواق الخارجية والوطنية هذا في المقام الأول وكذلك أيضا انفتاح وتوسع الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق، أسواق النقد (رؤوس الأموال قصيرة الأجل)، أسواق مالية (رؤوس الأموال طويلة الأجل)، أسواق الصرف(تبادل العملات فيما بينها)، الأسواق الآجلة(المستقبليات)، ويصبح بإمكان المستثمر أو المقترض أن يبحث عن أفضل العوائد بالانتقال من عملة إلى أخرى، من سند بالجنيه الإسترليني إلى سند بالدولار من الأسهم إلى الاختيارات، من الاختيارات إلى

---

(1) Jean marie le page, crises financières internationales et risque systématique ,de doeck université, Bruxelles 2003, p(19-20).

(2) Jean marie le page & collecte voisin, le système financière et monétaire internationale, crises et mutations,5eme édition, Nathan, Paris2000, p18.

المستقبليات... إلخ، أي إلغاء تقسيم أو تجزئة الأسواق، وهذا يعني إمكانية التعامل في مجموعة من النشاطات على عدد من الأسواق أكثر اتساعا في الماضي.

وفي الأخير تصبح هذه الأسواق المتخصصة (أسواق المال، أسواق الصرف، الاختيارات، المستقبليات) مجموعات ثانوية تشكل شبكة على المستوى الدولي، لتجتمع ثانية في سوق مالي شامل وموحد[1].

المطلب الثاني: علاقة العولمة المالية بتحرير حساب رأس المال.

يعد التحرير المالي أحد معالم القرن العشرين، وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي الجديد وأهم ملامح التطورات البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد ارتبطت سياساته ارتباطا وثيقا بهيمنة السياسات الليبرالية،كسياسات اقتصادية هامة، وكذلك بموجة التوجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول، ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير البورصات ومن مقتضيات التحرير المالي إلغاء القيود على تخصيص الائتمان المحلي وعلى أسعار الفائدة وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية حرية كبيرة في إدارة نشاطها، وتجدر الإشارة إلى أن عمليات التحرير المالي الداخلي هي خطوة يجب أن تسبق عمليات التحرير المالي الدولي التي تستهدف الاندماج والتكامل مع الأسواق المالية العالمية.

الفرع الأول: تحرير حساب رأس المال.

إن جوهر عملية التحرير المالي الدولي والتي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال والمقصود بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم (أسهم المحافظ المالية)، والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية وعليه فإنّ تحرير حساب رأس المال (قابلية حساب رأس المال للتحويل)، ترتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات[2].

ويشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الصدد إلى قضيتن هامتين:

أ– الأولى: أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات القصيرة الأجل وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار المحفظة المالية أو الاستثمار غير المباشر.

ب–الثانية: أن التحرير الشامل للمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد المنظمة التحوطية المتعلقة بمعاملات وتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

وقد شهدت السنوات الأخيرة من القرن الماضي قيام العديد من الدول النامية بتحرير قطاعاتها المالية والحسابات الجارية والرأسمالية سواء كانت استثمارات قصيرة الأجل أو في صورة استثمار أجنبي مباشر، حيث بلغ صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة في عام 1996 حوالي 275.9 مليار دولار أي تقريبا ست مرات ما كان

---

(1) F. Allen & D. Gale, Quelques controverses théoriques: les marchés financière sont-ils efficaces, cahier Français, n°345, juillet-aout 2008, p102

(2) د. رمزي زكي العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص82.

عليه في عام 1990، خلال الأعوام 1990- 1998 كان صافي تدفقات رأس المال الخاص السنوي أكثر أيضا من صافي تلك التدفقات التي سبقت أزمة الديون لعام 1982[1].

تتولد المنافع المترتبة على التدفقات الرأسمالية في عاملين أساسين هما[2]:

- دفع عملية النمو من خلال رفع مستوى الاستثمار، وتحسين معدل العائد على الاستثمار.
- رفع كفاءة السوق نتيجة دخول التكنولوجية المتقدمة والخبرات الأجنبية.

هذا علاوة على أنها تعد مصدرا تمويليا لسد الفجوة بين الادخار المحلي وحجم الاستثمار المطلوب لتحقيق معدلات النمو والتنمية الاقتصادية المرجوة، وهو الأمر الذي يترتب عليه خفض معدلات الاستدانة الخارجية حيث تتم الاستعانة جزئيا بالتدفقات الرأسمالية الخاصة المتمثلة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة المالية عن القروض المصرفية والقروض الحكومية من قبل الدولة، وبالتالي الحد من حجم الديون الخارجية وأعباءها، أضف لذلك أنّ ما توفره تلك التدفقات الرأسمالية من تدفق للعملات الأجنبية يزيد من قدرة السلطات النقدية على تكوين مستويات مرتفعة من الاحتياطات التي طالما استنزفت في خدمة أعباء الديون الخارجية.

الفرع الثاني: أنواع وأسباب التدفقات الرأسمالية.

يُعد رأس المال أحد عوامل الإنتاج الرئيسية الذي يمكن من خلاله استثمار الموارد الاقتصادية المختلفة، ولما كانت رؤوس الأموال موزعة بصورة متفاوتة بين البلدان. فإنّ عملية تقليل هذا التفاوت هي في صلب مهمات النظام النقدي الدولي، بيد أن المقصود برأس المال لا يقتصر على رأس المال الإنتاجي فقط، وإنما يشمل الأصول المختلفة كالسندات المالية(الطويلة والقصيرة الأجل) والأسهم علاوة على الأصول العينية كالآلات والعقارات[3].

1- أنواع التدفقات الرأسمالية:

تنقسم التدفقات الرأسمالية وفق التقسيم الدولي إلى ثلاثة أنواع رئيسية وهي:

أ- الاستثمار الأجنبي المباشر:

ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في مشروع معين،هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو السيطرة الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة الملكية المطلقة لمشروع الاستثمار، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة[4]. ويؤخذ من النظرية الاقتصادية أن رؤوس الأموال تتحرك من الدول التي توجد فيها وفرة إلى الدول التي تعاني من ندرتها لأن العوائد على فرص الاستثمارات

---

(1) أليخاندرو لوبيز، التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والعلاج ورد فعل السياسة، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر1999، ص28.

(2) شذا الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص27.

(3) د. عرفان تقي الحسين، مرجع سبق ذكره، ص267.

(4) أ/ فضيل فارس، هل يشكل الاستثمار الأجنبي مظهرا للعولمة الاقتصادية؟، مجلة العلوم الاقتصاد والتسيير والتجارة العدد 10، منشورات كلية علوم التسيير والاقتصاد، جامعة الجزائر2008 ص209.

الجديدة تكون أعلى حيث تكون رؤوس الأموال محددة، وأن هذه الإعادة لتخصيص رؤوس الأموال ستؤدي إلى تشجيع الاستثمار في الدول المضيفة،وأنها كما يذكر (سامرز) ستؤدي إلى منافع اجتماعية ضخمة[1].

الجدول رقم(04): يبرز تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبي الوارد منه والصادر ومخزوناته. (مليون دولار)

السنة	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001	2002
الصادر	14141	28607	53674	62163	233315	356404	1379493	620713	647363
الدول المتقدمة	14110	27969	50343	57907	216562	304151	1271273	580624	600063
الدول النامية	30	637	3310	4255	16700	51577	104207	36571	43095
وسط وشرق أوروبا	-	-	21	1	54	706	4012	3518	4205
الوارد	12586	26580	54995	57596	202782	330516	1491934	735196	651188
الدول المتقدمة	9477	16971	46530	42693	164575	203311	1227476	503144	460334
الدول النامية	3109	9609	8380	14873	37567	112537	237894	204801	162145
وسط وشرق أوروبا	-	-	35	30	639	14668	26563	27200	28709
مخزون	-	-	699415	977755	1954152	3002152	6146812	6606855	7122506
الدول المتقدمة	-	-	391946	570901	1399880	2041408	3988075	4277195	4594850
الدول النامية	-	-	307469	406805	551481	920400	2029412	2173769	2339632
وسط وشرق أروبا	-	-	-	49	2841	40187	129169	155734	187868

المصدر: أ/ فضيل فارس، **هل يشكل الاستثمار الأجنبي مظهرا للعولمة الاقتصادية؟**، مجلة العلوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد10، منشورات كلية علوم التسيير والاقتصاد، جامعة الجزائر2008، ص214.

ب- الاستثمار المالي المحفظية :

أما الاستثمار المالي"المحفظية "فإنه الاستثمار بالأسهم والسندات لشركات خارج الحدود الوطنية وهذا الاستثمار مرتبط بأسواق الأوراق المالية بوصفها القنوات التي يتم من خلالها تنفيذ عمليات الاستثمار[2].

فالاستثمارات المالية هي عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد و المؤسسة ويمكن التعبير عن هذه الحقوق بوثائق أو مستندات تسمى بالأصول المالية وهذه الأخيرة تبرهن لصاحبها الحق في مطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها وعوائدها، وبالتالي فإن الأصل المالي يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية في حين يترتب على الاستثمار في الأصول المالية قيمة مضافة[3].

---

(1) دياك ميشرا وأشوكاي مودي وأنتوبانيني مرشد، تدفق رؤوس الأموال الخاصة والنمو، مجلة التمويل التنمية، جوان2001، ص2.

(2) د.بعلوج العيد، الآثار المترتبة على الاستثمارات المباشرة للشركات متعددة الجنسيات، مجلة العلوم الإنسانية، العدد03،جامعة بسكرة، أكتوبر 2002، ص60.

(3) عبد القادر بابا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2003-2004، ص40.

ت- استثمارات أخرى: وهي تتضمن التدفقات الرأسمالية في الأدوات غير القابلة للتجارة مثل القروض والودائع وتسهيلات الائتمانية.

الجدول رقم(05): يوضح التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الدول النامية. **(مليارات الدولارات)**

السنة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
قروض البنوك	3,2	4,8	16,3	3,3	13,9	22,4	13,7	60,1	25,1
استثمارات الحافظة	4,9	18,4	25,2	88,2	71,9	62,7	102,7	72,8	44,3
استثمارات أجنبية مباشرة	24,5	34,4	64,1	67,0	88,5	105,4	126,4	163,4	155
استثمارات أخرى	11,4	3,0	10,7	8,6	3,7	1,0	3,0	2,62	2,7
المجموع	43,9	60,5	98,3	167	178,1	201,5	275,9	299	227

المصدر: شذا الخطيب، **العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا، الأردن 2002،ص30.

2- أسباب التدفقات الرأسمالية :

قسمت الأدبيات الحديثة الأسباب والعوامل التي أدت إلى هذا السيل من التدفقات الرأسمالية إلى نوعين الأول يتعلق بالعوامل الداخلية (عوامل الجذب) والثاني يتعلق بالعوامل الخارجية (عوامل الدفع)، حيث ترتبط العوامل الداخلية أساسا بالسياسات الاقتصادية التي تتبناها الدولة ويترتب عليها تغيرات هيكلية طويلة الأجل أما العوامل الخارجية فهي تلك العوامل التي ترتبط بالاقتصاد العالمي وتخرج عن نطاق سيطرة الدول المضيفة.

أ- العوامل الداخلية:

ترتبط هده العوامل غالبا بالسياسة المحلية التي تمثل حافزا لجذب التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل (ويمكن أن تكون في صورة استثمار مباشر) فقد حسنت العوامل الداخلية خصائص العائد والمخاطر الخاصين بالنسبة للمستثمرين الأجانب من خلال ثلاث قنوات رئيسية[1]:

- تحسنت الجدارة الائتمانية كنتيجة لإعادة هيكلة الديون الخارجية في طائفة واسعة من البلدان.
- تم تحقيق مكاسب في الإنتاجية من خلال الإصلاح الهيكلي وترسيخ الثقة في إدارة الاقتصاد الكلي في العديد من البلدان النامية التي نفذت برامج ناجحة لتحقيق الاستقرار.
- أصبحت البلدان التي تبنت أنظمة سعر صرف ثابتة أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين بسب تحويل مخاطر تقلبات سعر الصرف على الأقل على المدى القصير من المستثمرين إلى الحكومة.

وعلى الجانب الآخر قد تجتذب بعض السياسات المحلية الأخرى رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تتمكن من عكس اتجاهاتها بسهولة وتشمل هذه السياسات[2]:

(1) أليخاندرو لوبيز، مرجع سبق ذكره، ص29.

(2) شذا الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص31.

– عمليات تحرير التجارة وبرامج تثبيت الأسعار التي تتمتع بمصداقية كاملة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الاستهلاك، ومن ثم المديونية الخارجية على المدى الطويل.

– تخفيضات في التعريفات الجمركية في ظل جمود سعري هائل للانخفاض مضافا إليه ارتفاع مفرط (بصفة مؤقتة) في الأسعار النسبية للسلع القابلة للاستيراد مقابل السلع المحلية بمرور الوقت.

ب– العوامل الخارجية:

ومن أمثلة هذه العوامل بالنسبة للاقتصاديات المفتوحة الصغيرة[1]:

- الاختلاف بين أسعار الفائدة الدولية: أي تنقل رؤوس الأموال من الدول التي تتوفر على رأس المال إلى البلدان التي تعاني من شح في رأس المال، وعادة ما ترتفع أسعار الفائدة في بلدان العجز وتنخفض في بلد الفائض وبالتالي تتدفق رؤوس الأموال إلى البلدان التي تتسم بارتفاع أسعار الفائدة.
- بيانات ميزان المدفوعات: إن وجود عجز في ميزان مدفوعات بلد ما يعني وجود تدفق عكسي لموارده من النقد الأجنبي على هيئة رؤوس الأموال (قصيرة وطويلة الأجل) وبالتالي يلجأ بلد العجز عادة إلى استقدام رؤوس الأموال الدولية لغرض معالجة حالة العجز المذكورة، مقابل هذا يقوم بلد الفائض بإقراض دول العجز بعملية أشبه باستثمار ذلك الفائض في بلدان تكون بحاجة إليه.
- أسعار الأصول: بالإمكان استخدام الأسعار النسبية للأصول في تفسير أسباب التدفقات الدولية لرأس المال خاصة في البلدان التي تضم أسواق مالية متقدمة، حيث يفترض وجود إحلال غير تام ما بين الأصول المحلية والأجنبية إضافة إلى وجود تدفقات غير تامة لرأس المال فيما بين البلدان.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر العولمة المالية.

لقد شكل موضوع العولمة المالية في عقد التسعينات محور اهتمام الاقتصاديين على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي، وانقسمت وجهات نظر المحللين اتجاه هذه الظاهرة إلى اتجاه مؤيد للعولمة المالية بحجة أن هذه الأخيرة تمنح مزايا كثيرة سواء بالنسبة للدول النامية والدول المتقدمة على حد السواء، واتجاه معارض يرى في العولمة موقف الحذر لأنه ينجم عنها الكثير من المخاطر التي سوف تلحق بالدول النامية نتيجة لحركة رؤوس الأموال الأجنبية القصيرة الأجل والتي ينجر عنها آثار سلبية ومكلفة على الاقتصاد الكلي.

الفرع الأول: مزايا العولمة المالية.

يرى أنصار العولمة المالية أن لها مزايا عديدة بالنسبة للدول النامية والمتقدمة ويمكن ذكر هذه المزايا كالآتي[2]:

1– المزايا بالنسبة للدول النامية :

– تستطيع الدول النامية الوصول إلى الأسواق المالية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية.

---

(1) د. عرفان تقي الحسين، مرجع سبق ذكره، ص(271–272).

(2) محمد صفوت قابل، مرجع سبق ذكره، ص147.

- تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية واستثمارات الحافظة المالية بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية.

- تخفيف تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.

- تؤدي إجراءات تحرير وتحديث النظام المصرفي والمالي وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص إلى الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

2- المزايا بالنسبة للدول المتقدمة:

تسمح العولمة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال (وهي في الغالب الدول الصناعة الكبرى) بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائدها المتراكمة وتوفر ضمانات لأصحاب هذه الأموال وتنويعا ضد الكثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين الأسواق المختلفة.

الفرع الثاني: مخاطر العولمة المالية.

يمكن أن نرصد أهم المخاطر التي تنجم عن عولمة الأسواق المالية للدول النامية في العناصر التالية :

1- المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال :

بإلقاء نظرة على مكونات تدفقات رؤوس الأموال الخاصة التي اتجهت إلى البلاد النامية في الفترة 1990-1997 نجد أن النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية النشاط لا يتجاوز 10% من إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة، بينما كان نصيب الاستثمار في الحافظة المالية نحو ثلث تلك التدفقات أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة فقد مثلت نصفها.

وبتحليل حركة مكونات هذه التدفقات يبدو أن استثمارات الحافظة المالية تتسم بسرعة النمو وبضخامة الحركة وسرعة التنقل من سوق لآخر وبصورة مفاجئة والواقع أن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في الحافظة المالية بالمقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يعود إلى[1]:

فالنوع الأول من الاستثمارات تحكمه العوامل قصيرة الأجل وسعيه الدؤوب نحو الأرباح السريعة فعملية التخلص من الاستثمار في الحافظة المالية يمكن أن يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية، كما أن الاستثمار في الحافظة المالية يتأثر كثيرا بالتوقعات والمعلومات التي تتوفر لدى المتعاملين وبحالاتهم النفسية، وغالبا ما يطغي عليهم سلوك القطيع وعليه فإن قرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية اتجاه الأمور الجارية في الأجل القصير.

أما النوع الثاني فعادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل، وتحكمه اعتبارات منها نمو الأسواق والدخل القومي والتغييرات الهيكلية في اقتصاد البلد، إضافة إلى ذلك أن الاستثمار الأجنبي المباشر عادة ما يتجسد في شكل طاقات إنتاجية جديدة أو تملك طاقات إنتاجية قائمة وفي مثل هذه الحالات يكون من الصعب تصفية أو بيع تلك

(1) شذا الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص37.

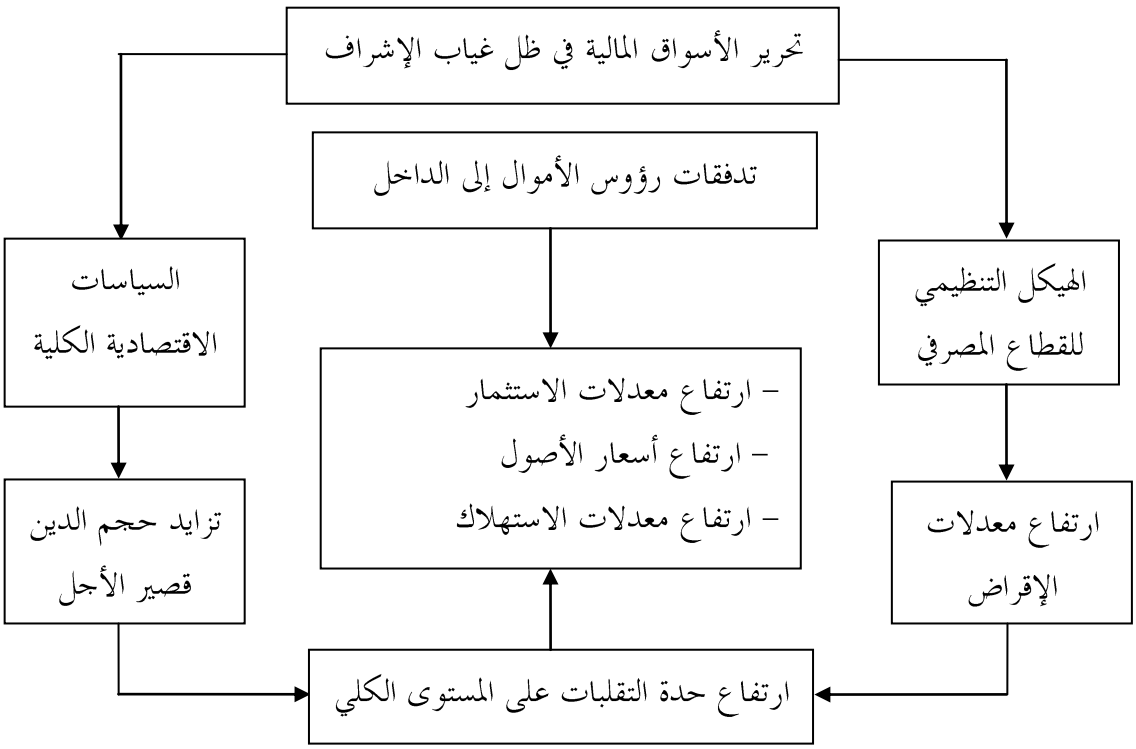
الطاقات في الأجل القصير ويترتب على الحركة الواسعة والمفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية للدولة، العديد من الآثار والانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني، نوجزها فيما يلي[1]:

أ- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل :

فعندما تتدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تزيد من عدم استقرار الاقتصاد الكلي إذ غالبا ما يحدث:

- توسع في حجم الأسواق المالية.
- زيادة الطلب على السلع المحلية (زيادة الاستهلاك المحلي)
- ارتفاع معدلات التضخم.
- حدوث ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية (في حالة نظام سعر الصرف المعوم)
- انخفاض في أسعار الفائدة (في حالة نظام سعر الصرف الثابت).

شكل رقم (01): يمثل مخاطر تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل.



المصدر: شذا الخطيب، **العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا، الأردن، ص37.

(1) د.رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد 02، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة-الجزائر 2000، ص45.

ب – حالة خروج رؤوس الأموال.

حينما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ وفي شكل موجات عاتية فإنها غالبا ما تؤدي إلى:

- انخفاض سعر العملة الوطنية.
- تدهور أسعار الأصول العقارية والمالية.
- هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح.
- تزايد العجز في ميزان المدفوعات.
- فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي.
- استنزاف الاحتياطات الدولية للبلد وبخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة.

2– مخاطر تعرض البنوك للأزمات:

لعل أحد أهم مخاطر العولمة المالية هي تلك الأزمات التي يتعرض لها الجهاز المصرفي في عدد من دول العالم حيث تشير بعض الدراسات إلى أنه خلال الفترة 1980– 1996 حدثت أزمات في ظل العولمة مع الأخذ بعين الاعتبار أن تلك الأزمات كان لها تأثير على مجمل الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها الأزمة، ولذلك طرحت تلك الأزمات بقوة ضرورة التحويط لكل هذه الأزمات وأهمية وضع نظام للإنذار المبكر يعتمد على تطوير مجموعة من المؤشرات التي تحذر من الأزمة من قبل وقوعها وقد أثبتت إحدى الدراسات الحديثة عام 1997 والتي أجريت على الدولة خلال الفترة 1980–1994 أن هناك علاقة وطيدة بين إجراءات العولمة المالية وأزمة الجهاز المصرفي التي حدثت في هذه الدول، وقد أوضحت الأزمة التي اندلعت في جنوب شرق آسيا في صيف 1997كيف تؤثر العولمة المالية من خلال تحرير حساب رأس المال والتمادي في الاقتراض الخارجي وإعطاء قروض دون دراسة وضوابط وعرف مصرفي والانفتاح دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية، مما أدى إلى اندلاع أزمة الجهاز المصرفي[1].

3– مخاطر المضاربة:

خلق نظام تعويم أسعار الصرف منذ السبعينات، والذي جاء عقب انهيار نظام "بريتونوودز"، البيئة المواتية للمضاربات على العملة على نطاق واسع إلى حد اختراق عدد كبير من المستثمرين المؤسساتيين لهذه المضاربات كنشاط أساسي لهم، بل وإلى الحد الذي أصبحت فيه أسعار الصرف في كثير من البلدان تتجه بناء على مساومات هؤلاء المضاربين، وجاءت عملية التحرير المالي المحلي والدولي لكي تسهل نشاط المضاربات عبر إلغاء الكثير من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، فقد كان تداول العملات الأجنبية قبل ذلك يخضع في غالبية بلاد المعمورة للرقابة الحكومية، إذ لم يكن في الإمكان تداول ومبادلة مبالغ كبيرة أو تحويلها للخارج إلا بعد أخذ موافقة السلطات النقدية والخضوع للإجراءات المعقدة، أما بعد تنفيذ التحرير المالي الداخلي والخارجي بإعلان

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره،ص48.

قابلية التحويل للحساب الجاري ولحساب رأس المال. أصبحت مئات المليارات من الدولارات تتطاير بسرعة، وبحرية مطلقة من سوق لآخر مستخدمة في ذلك شبكات الربط الالكتروني، بحثا عن فرص للمضاربات واقتناص الأرباح الضخمة منها والتي قد يتراوح معدلها ما بين 50%- 200% وقد انفجر تداول العملات الأجنبية يوميا على الصعيد العالمي من حوالي 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار في عام 1995.

ومن ناحية أخرى فإنه نظرا لضخامة الأرباح المحققة في هذا المجال وسرعة تحقيقها، فإن كثير من الشركات الصناعية الكبرى والشركات المتعددة الجنسيات، دخلت هذا المجال وأصبحت أرباحها المتحققة من عمليات المضاربة والحافظة المالية أكبر بكثير من حجم ما تحققه من أرباح من إنتاجها الحقيقي[1].

والبلدان النامية وهي الحلقة الأضعف في النظام العالمي الجديد، أصبحت موضوعا ممتازا لنشاط المضاربين في ضوء إجراءات العولمة المالية المتداولة التي طبقتها في عقد التسعينات،حيث تتعرض عملاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها لهجمات المضاربين الذين يحققون منها أرباح خيالية.

4- مخاطر هروب الأموال إلى الخارج :

من أخطر ما نجم عن عولمة الأسواق المالية للبلاد النامية هو تدويل مدخراتها، حيث أصبحت أقسام لا بأس بها من هذه المدخرات في ضوء فتح حساب رأس المال تفضل للأسباب المختلفة الاستثمار خارج بلادها الوطنية، والتناقض الغريب في هذا الخصوص، هو أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلاد النامية لفتح أبوابها لرأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا والإعفاءات ورفع الحواجز، إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية لأصحاب المدخرات المحلية أن يخرجوا بها للاستثمار في أية بقعة من العالم، وتذهب الأموال الوطنية للاستثمار في الخارج إلى عدة مجالات فجزء منها قد يستثمر في الأصول المالية، والبعض منها يتجه للاستثمار في الأصول العقارية وبعضها يذهب إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، وقسم منها قد يفضل الإيداع في البنوك والمؤسسات المالية[2].

وقد جرى تقدير مجموع مخزون الرساميل التي يملكها الأمريكيون اللاّتينيون خارج أمريكا الجنوبية مابين 210 و250 مليار دولار في عام 1991، أي بزيادة أكثر 100 مليار منذ عام 1984، وتقدر الزيادة في المكسيك فقط بأكثر من 40 مليار دولار مابين أواسط الثمانينات وأوائل التسعينات،وقد قدر عدد من الاقتصاديين في الفيليبين أن كل من100 دولار تدخل إلى البلد يخرج منها25دولار في عملية تهريب الرساميل، وفي تايلاند تخطت الأموال الناتجة عن فئة الأخطاء والإهمال 700 مليون دولار، وهي لم تدخل في حسابات الرساميل الداخلة ما بين 1987 و1991 وكذلك 430 مليون دولار لم تدخل في حسابات الرساميل الخارجية ما بين 1992و1993،

(1) د. رمزي زكي العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص(127-128).

(2) د.رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره،ص48.

كما تبين وجود اتجاهات متشابهة في حالة إندونيسيا التي شهدت هروب الرساميل بمعدل1.5مليار دولار سنويا مابين1987و1993[1].

5- مخاطر دخول الأموال القذرة(غسيل الأموال):

إن عمليات غسيل الأموال بدأت مع نهاية عقد الثلاثينات وبداية الأربعينيات من القرن الماضي، إلا أنها أخذت في الآونة الأخيرة باستخدام أحدث الوسائل والطرق بالانتشار المتزايد كسرطان قاتل تعاني منه الكثير من اقتصاديات الدول والهيئات والمؤسسات المالية المصرفية، ووفقا لإحصائيات صندوق النقد الدولي فإن حجم عمليات غسيل الأموال يتراوح ما بين 500 مليار إلى1.5تريليون دولار سنويا[2].

وتبرز عملية تعرض البلد لموجات من دخول الأموال القذرة عبر آليات التحرير المالي المحلي والدولي، كأحد المخاطر الجسمية للعولمة المالية، فعبر إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية دون معرفة من جانب السلطات، وانفتاح السوق المحلي أمام المستثمرين الأجانب انفتحت قنوات إضافية لغسيل الأموال القذرة والمقصود بالغسيل هنا هو محاولة إخفاء المصدر غير الشرعي أو غير القانوني التي تحققت في إطاره عمليات بناء وتراكم الثروات مثل أرباح الاتجار بالمخدرات، تهريب السلاح والمواد المحظورة وأعمال المافيا...إلخ، ويحاول أصحابها أن يغسلوها لإخفاء مصدرها الإجرامي بمحاولة إدخالها للنظام المصرفي والسوق المالي، من خلال استثمارها مؤقتا في بعض الأدوات المالية كالأسهم والسندات و المشتقات... إلخ[3].

وعموما فقد تفاقمت ظاهرة غسيل الأموال مع ظهور الليبرالية الجديدة منذ بداية عقد التسعينات فقد وصل حجم الأموال التي يتم غسلها في أنحاء العالم سنويا إلى حوالي 500 مليار دولار وهو ما يعادل 2% من الناتج المحلي العالمي بل وصل الأمر في عام 1998 إلى أن تكون عمليات غسيل الأموال حوالي 5.2% من الناتج المحلي العالمي البالغ حوالي 29 تريليون دولار في هذا العام[4].

لقد كان غسيل الأموال يتم تقليديا في أماكن معينة مثل لوكسمبورغ وسويسرا وجبل طارق، جزيرة جرسي...غير أنه مع سرعة اندماج الأسواق المالية للبلاد النامية في الأسواق العالمية أصبحت هذه البلاد ملاذا لكميات كبيرة من الأموال القذرة، بحيث أن كثير من حكومات هذه البلاد أصبحت تغض النظر عن مصدر الأموال القذرة، بحيث سمحت باندماجها في السوق المالي المحلي. وتنتج عن ظاهرة غسيل الأموال تأثيرات سلبية على الاقتصاد الكلي يمكن حصرها فيما يلي[5]:

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي.

---

(1) سنغ كقالجيت: ترجمة رياض حسن، مرجع سبق ذكره، ص47.

(2) د.رفعة إبراهيم الحمداني، أثر استخدام التكنولوجيا المصرفية في ظاهر غسيل الأموال و الجهود الدولية لمكافحتها ، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع: استراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الموصل، العراق 15-2006/03/16، ص3.

(3) د. رمزي زكي العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص137.

(4) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص46.

(5) د.رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص49.

- إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من الخضوع للقوانين.
- تشجيع انتشار الجريمة.
- إضعاف الثقة في السوق المالي المحلي.
- ما تحدثه من انحراف لتحول تشجيع المستثمرين إلى الأنشطة الموجهة ذات الأرباح العالية وتأثير ذلك سلبا على الاقتصاد الوطني.
- خسارة الدولة ماديا لأن هناك ضرائب لن تدفع عن تلك الأموال المغسولة.

6- إضعاف قدرة البنوك المركزية في التحكم في السياسة النقدية:

إن للبنوك المركزية دورا مهما في إدارة العمليات الاقتصادية، كما أن لها أهمية حاسمة في تدعيم الاستقلال الاقتصادي والسياسي فهي تساعد في انجاز مهامها المختلفة كخوصصة مؤسساتها وجذب الاستثمار الأجنبي وتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، غير أنه ونتيجة لما حدث من أزمات للجهاز المصرفي عانت خلالها العديد من الدول من عجز بنوكها المركزية،وانخفاض في عملاتها الوطنية،وتدهور أسعار الصرف، مما أدى إلى إضعاف قدرة البنوك المركزية في التحكم في السياسة النقدية[1].

7- إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية:

إن تزايد العولمة المالية يؤدي إلى التأكيد على زيادة انخفاض سيادة الدولة على سياساتها النقدية وحسب (prissert) "إن السياسات النقدية لا تصمم أبدا دون الرجوع إلى الوضعية الدولية وحتى دون تنسيق دولي" وبالتالي فإن فقدان استقلالية الدول في اتخاذ السياسات النقدية لها هي مؤكدة وخاصة داخل الفضاء الأوروبي وتصبح الرقابة الإدارية للقرض والنقود تكاد أن تكون متقاربة في الاقتصاديات المدينة أما اقتصاديات الأسواق المالية فهي متصلة ببعضها البعض[2]، كما أن العولمة المالية تؤثر على السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية، فمع تحرير حساب رأس المال يصبح في إمكان المستثمرين المحليين من أبناء البلد استثمار أموالهم في أماكن ارتفاع معدل العائد المتوقع، وإلى المناطق والدول التي تنخفض فيها معدلات الضرائب على الدخول والأرباح ومع تزايد خروج رؤوس الأموال للاستثمار خارج الحدود الوطنية تزداد معدلات البطالة في البلدان التي يحدث فيها هذا الخروج[3].

المطلب الرابع: مظاهر عولمة الأسواق المالية.

هناك مظاهر عديدة تتجلى عند الحديث عن عولمة الأسواق المالية، فهناك المضاربات الشديدة، الأزمات، الابتكارات... إلخ، لكن حسب رأينا أن معظم تلك المظاهر كانت نتيجة لترابط الأسواق المالية وتشابكها، تزايد نمو الأسواق المالية الدولية والدور المتنامي لتكنولوجيا المعلومات.

---

(1) د. عطيوي سميرة، العولمة وتأثيرها على الجهاز المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد25 جامعة قسنطينة، جوان2005، ص131.

(2) د.صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص223.

(3) د. رمزي زكي العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص140.

الفرع الأول: ترابط الأسواق المالية.

يتم ربط الأسواق المالية، خاصة المنظمة منها بأساليب وآليات مختلفة وهذا يتوقف على درجة التنافس والاختلاف بين البورصات العالمية المطلوب ربطها التي تسمح بربط الأسواق المالية[1]:

1-الربط الحاسوبي للبورصات: ويقتضي ذلك شبكة من الحواسب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الإنترنت وشبكات الهاتف، وهو ما يلاحظ في أغلب أسواق الدول المتقدمة، حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية، فمثلا توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات كذلك من الممكن الربط بين بورصة لندن وباريس وفرانكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية (British télécom) بأسرع الطرق.

2- الربط بين الوسطاء الماليين: وذلك بتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر الدول.

3- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.

4- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.

5- الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسات الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركة المساهمة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها.

6- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها، مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.

7- الربط بالشركات المشتركة: تؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق الجغرافية المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات تلك الشركات في أكثر من بورصة.

8- الربط المتكامل: تحقق الدول في الاتحاد الأوروبي ربطا للبورصات في أوروبا الغربية بأكثر من طريقة وآلية من الآليات المذكورة، حيث ترتبط البورصات الأوربية بالحواسيب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح... إلخ، وتستخدم الأقمار الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

ومن نتائج ترابط الأسواق المالية هو انتشار الأزمات عبر معظم الدول في أنحاء العالم، فقد تبدو بوادر أزمة مالية في قطر معين سرعان ما تقفز إلى أسواق مالية في أقطار أخرى فانعكاسات أزمة المكسيك في منتصف الثمانينات خير مثال على ترابط الأسواق المالية التي أصبحت تشكل سوقا ماليا موحدا، فلقد بدأ تأثير الأزمة

---

(1) د. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1996، ص(173-175).

المكسيكية يمتد إلى مجموعة من العملات والأسواق المالية الأخرى سنغافورة، لندن، نيويورك كما تعرضت عملات دول أخرى للانخفاض كبولندا و الأرجنتين[1].

الفرع الثاني: نمو الأسواق المالية الدولية.

لقد عرفت العشرية الأخيرة من القرن الماضي تطورات ضخمة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة، حيث رأينا كيف بدأت هذه الأسواق تتنامى بسرعة منذ بداية الثمانينات، وتحديدا منذ انفجار أزمة المديونية التي فرضت على المتعاملين الدوليين التفكير في نمط بديل للتمويل، وبدأت في التخلي عن التمويل بواسطة القروض والوساطة المالية والاتجاه أكثر فأكثر من نحو أسواق رأس المال.

إن الاتجاه نحو عولمة أسواق الأسهم والسندات بدأت منذ بداية الثمانينات بإصدار سندات من طرف المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك للبحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة، فمثلا ارتفع مجموع العمليات على السندات الأمريكية في الخارج أقل من 50مليار دولار سنة 1983 إلى أكثر من 500 مليار دولار سنة 1993، وانتشرت المنافسة الدولية فيما يخص ترويج سنداتها، حيث اشتهرت السندات الأمريكية بعائدها المرتفع والذي يتراوح من 6% إلى 8% مقارنة بمثيلها اليابان الذي يتراوح من 4% إلى 5% هو الأمر الذي يفسر رواج السندات الأمريكية العالمية حيث تستحوذ على ما يقارب 80% إلى 85% في المتوسط من مجموع الإصدارات العالمية في عقد التسعينات في حين تستحوذ المؤسسات المالية العالمية نسبة تتراوح من 10% إلى 11.5%.

إن إمكانية الاقتراض من السوق العالمية بتكلفة منخفضة تعد حافزا على زيادة الاستثمارات من جهة، وإثباتا للاتجاه المتزايد نحو العولمة المالية من جهة أخرى، والتي أدت إلى تقليل فعالية السياسات المحلية مما يستدعي التدخل في الأسواق المالية الدولية من خلال ضريبة"TOBIN"التي تفرض على المعاملات المالية عبر الحدود كمحاولة لتثبيط تدفقات رؤوس الأموال القصيرة الأجل التي تزعزع الاستقرار المالي والاقتصادي وتؤثر على التدفقات الطويل الأجل[2].

الفرع الثالث: تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية :

إن التقدم العالمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة إذ أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل في تقدم عولمة الأسواق خاصة منها الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالمية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الخطوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية[3]:

- النظام الإلكتروني للتحويلات المالية بين البنوك.

---

(1) هانس بيتر مارتين وهارالد شومان ترجمة: عدنان عباس علي، فخ العولمة، عالم المعرفة، الكويت1998، ص(90-91).

(2) د. عمر صقر، مرجع سبق ذكره،ص26.

(3) د.مقدم عبيرات ود.عبد المجيد قدي، العولمة وأثرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، العدد الأول 2002، ص(39-40).

- النظام الأوتوماتيكي للمقاصة.
- نظام الاتصالات عبر البنوك و البورصات العالمية، و نظام التيلكس.

الفرع الرابع: التوجه نحو بورصة عالمية بإدراج مستمر.

تعتبر البورصة شخصية معنوية، مما فتح أمامها المجال كأي مؤسسة للاندماج، وذلك لتوسيع محافظ القيم المدرجة أو القيام بعروض قوية، وقد تجسد هذا التوجه من خلال مختلف الارتباطات والاندماجات التي تعتبر لبنة أولى لقيامها، والتي يمكن أن نذكر منها[1]:

1- الاتحادات الأوروبية للبورصات: إن أول مشاريع الاتحاد بين البورصات الأوربية تعود إلى سبتمبر1999، عندما خاضت بورصات لندن وباريس ومدريد وزيوريخ و أمستردام، وبروكسل محاولة للاندماج فيما بينهم ولكن بسبب الاختلاف الكبير علق مشروع بورصة أوربية إلى تاريخ لاحق.

2- جواز السفر الأوروبي: ويعني هذا المصطلح أن كل وسيط معتمد في سوق من أسواق الاتحاد الأوروبي له حق في عرض خدماته في الدول الأخرى، وليس بالإمكان رفض عضويته في أي سوق من أسواق الاتحاد كما أن أي شركة مدرجة في أحد الدول يمكن قبولها للإدراج في أي بلد آخر دون إجراءات تقديم الملفات المطلوبة للانخراط في البورصة، وفي نفس الوقت فالمؤسسة المتحصلة على الاعتماد من سلطات بلدها لها حق الولوج لمدخرات كل الدول، وهذا مع بقاء مسؤولية فرض احترام القواعد التنظيمية من طرف الدولة الأم.

3- البورصة الأوربية الممتازة(IX): تم الاتفاق في 14 سبتمبر 2000 بين أسواق لندن وفرانكفورت على إعطاء القبول لحملة الأسهم بإدراج البورصتين لخلق البورصة الأوروبية الممتازة بتكلفة تتجاوز 130 مليون أورو، ولقد تم تفضيل نظام الإدراج الآلي الألماني(XETRA)، مع محاولة دمج البورصة الأوربية الممتازة مع ناسداك (NASDAQ) بهدف خلق سوق مالية شاملة إلا أنه لم يسير كما خطط له.

4- البورصة الإلكترونية (VIRT-X): لقد أصبحت البورصات الإلكترونية تنافس البورصات التقليدية باعتبارها سوق كاملة المعلوماتية ويوجد فيها أكثر من 600 شركة أوروبية وشركات من أستراليا واليابان والمكسيك.... إلخ، وهي تهدف إلى خلق سوق عالمي بحيث تكون الإدراجات مستمرة دون توقف ويتعامل فيها أكبر الشركات خاصة منها الإلكترونية مثل:نوكيا(Nokia) وإيركسون(Ericsson)، ورويال دوتش (Royal daetch).

وما يمكن أن نخلص إليه أنه من الآثار الجلية للعولمة على الأسواق المالية نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي، كما هو بالنسبة للبورصات الإلكترونية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات المعلوماتية والحواسيب المتصلة ببعضها البعض والتي توفر المعلومات عن الأدوات المالية الجديدة التي تتعامل فيها تلك الأسواق.

---

(1) دعاس زهير، تحديات ربط الأسواق العربية لرأس المال في ظل العولمة (مع دراسة تجربة الربط الثلاثي لأسواق مصر-الكويت-لبنان)، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2005-2006، ص59.

المبحث الرابع: الاتجاهات الحديثة للصناعة المصرفية في ظل العولمة المالية.

لقد حدثت تطورات جوهرية في الصناعة المصرفية عالميا اتخذت مظاهر عدة، وعلى الرغم من تباينها فقد كرست للحفاظ على نصيب البنوك التجارية النسبي في سوق التمويل ومواجهة التدهور في معدلات ربحيتها على ذلك يمكن إجمال التطورات الحديثة في مجال العمل المصرفي كما يلي:

المطلب الأول: البنوك الشاملة.

لقد أدى الركود الاقتصادي وتواضع معدلات النمو في داخل الدول الصناعية المتقدمة إلى جعل الاستثمار العيني والإنتاجي ككل غير قادر على إيجاد منافذ التوظيف اللازمة لاستعاب رأس المال النقدي الذي في حوزة البنوك التجارية، وقد اضطرت تلك البنوك إلى البحث عن الربح خارج مجال الإنتاج العيني وتحولت بشكل متزايد من الوساطة في توفير رؤوس الأموال اللازمة لحركة الاقتصاد (تميل إلى الإنتاج وتسويقه) إلى مجال وساطة الخدمات المالية وإدارة لمخاطر هذا الاتجاه الذي يتمثل في قطاعات لا مصرفية تسعى إلى تكريس مفهوم الصيرفة الشاملة (البنك الشامل).

الفرع الأول: مفهوم وخصائص البنوك الشاملة.

1- مفهوم البنوك الشاملة:

البنوك الشاملة هي الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنويع مصادر التمويل وتعبئة قدر من المدخرات من كافة القطاعات وتوظف مواردها وتفتح وتمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة التي لا تستند إلى رصيد مصرفي بحيث نجد أنها تجمع بين وظائف البنوك التجارية التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال، إذن فهي بنوك تقوم بأعمال كل البنوك وبالتالي فهي غير متخصصة وتنوع خدماتها ومصادر تمويلها[1]. وتقدم المصارف الشاملة خدماتها في مجال الترويج للمشروعات والفرص الاستثمارية الجديدة وعمليات الصيرفة والوساطة المالية والاستثمار في الأوراق المالية، إضافة إلى إيجاد مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل، وقد يظهر نوع خاص منها يدعى باسم "السوبر ماركت" (financial super market) الذي يعد بمثابة مؤسسة مالية تسعى لتقديم خدمة مالية متكاملة ومتنوعة من الأعمال المصرفية والاستثمارية والمالية[2].

2- خصائص البنوك الشاملة:

من خلال التعريف السابق للبنك الشامل يمكن استنباط مجموعة من الخصائص تمتاز بها هذه البنوك يمكن إيجازها فيما يلي[3]:

---

(1) أ/ مرابط آسيا، العولمة وآثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائري التحولات الاقتصادية- واقع وتحديات- جامعة الشلف14-15 ديسمبر2004، ص240.

(2) د.رعد حسن الصرن، مرجع سبق ذكره، ص170.

(3) د.عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص19.

– يقدم كافة الخدمات التي يطلبها العميل في الوقت والمكان وكذلك بالشكل والمضمون الذي يحتاجه إليها فيه، وبما ينعكس أثره على إشباع رغبات العميل بتنوعها الشامل الذي أصبح أحد معالم هذا العصر لأنه يقدم كافة الخدمات في كل الأوقات وفي مختلف الأماكن وبالأشكال البنكية التي يطلبها العميل.

– بنك سبّاق إلى كل جديد سواء في مجالات النشاط أو في نظم ووسائل تقديم المنتجات المصرفية.

– بنك قائم على النمو المستمر المرتكز على أداء متميز وفعال قائم على الجودة الشاملة.

– بنك يدير المخاطر بشكل محسوب وينتهز الفرص الاستثمارية، لتأكيد قدرته وفعاليته وربحيته ويعزز من مجالات تفوقه وامتيازه.

– بنك يتعامل في كافة الأدوات المالية ومشتقاتها، واستنباط الجديد منها الأكثر مناسبة وتوافقا مع احتياجات العملاء.

– الخروج من نطاق الوساطة التجارية التقليدية إلى آفاق الوساطة المالية الشاملة بشقيها التجاري والاستثماري التي تتطور للتوافق مع المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على المعاملات كما ونوعا واتجاها.

– تحقيق عوائد متأتية من العمولات والأتعاب والرسوم التي تعتمد عيها بشكل أساسي بجانب هوامش أسعار الفائدة التي يقل الاعتماد عليها كمصدر رئيسي في الربحية، وبالتالي توسع مجالات الربحية وفرص رسملة الأرباح وتدعيم المركز المالي له.

– إدارة ذكية للموارد النقدية تتفوق على الإدارة التقليدية للسيولة، لتشمل تخطيط وتنظيم وتوجيه وتحفيز ومتابعة للتدفقات النقدية بأشكالها وأنواعها وتوقيتاتها ومصادرها المتعددة، مع تفعيل استثماري ماهر لإدارة الموجودات والهوامش والفوارق.

الفرع الثاني: الإطار العام لاستراتيجية التنويع في البنوك الشاملة.

ويتم ذلك من خلال عدد من المحاور التي يمكن إيضاحها على النحو التالي:

1– المحور الخاص بمصادر التمويل:

حيث تقوم البنوك الشاملة بالعديد من الأنشطة في التمويل لعل أهمها[1]:

أ– إصدار شهادات إيداع قابلة للتداول: وهي شهادات لحاملها يمكن شراءها وبيعها في أي وقت دون الرجوع للبنك الذي أصدرها وهي الشهادات التي تعتبر بمثابة ودائع لأجل تسمح بتوفير أموال طويلة الأجل يمكن استخدامها في زيادة الطاقة الاستثمارية للبنك.

ب– الاقتراض الطويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي: لجأت البنوك الشاملة للاقتراض طويل الأجل من خارج الجهاز المصرفي لتدعيم الطاقة المالية وتقوية المركز المالي، وعمليات الاقتراض الخارجي تتم في شكل إصدار سندات تطرح في أسواق رأس المال أو بالاقتراض من شركات التأمين أو غيرها من المؤسسات المالية.

---

(1) د.عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره،ص (54-55).

ت– اتخاذ البنوك الشاملة لشكل الشركة القابضة المصرفية: فقد قامت بعض البنوك الشاملة في هذا المجال بإعادة تنظيم نفسها لكي تتخذ شكل الشركات القابضة من أجل البحث عن اتجاه جديد لتنويع مصادر التمويل وتعبئة المدخرات، لأن البنك عندما يتخذ شكل الشركة القابضة يستطيع أن يظم إلى جانبه العديد من الشركات الصناعية والتجارية والمالية التي تمكنه من تدعيم وزيادة موارده المالية، خاصة في الأوقات التي تتدنى فيها الودائع حيث يمكن في هذه الحالة أن تقوم إحدى الشركات الشقيقة بالاقتراض من السوق ويقيد إقتراض المتحصلات إلى البنك.

ث– التوريق: ويسمى أيضا التسنيد، ويقصد به تحويل الأصول غير السائلة المتمثلة في القروض التي تستحق في تاريخ معين، إلى أوراق مالية قابلة للتداول حيث يمكن الإقبال على شراء هذه النوعية من الأوراق المالية المختلفة أو المشتقة وذلك بالإستناد إلى الأصول القائمة، ومن الأمثلة التي توضح ذلك قروض الإسكان وهي من القروض التي شاع تحويلها إلى أوراق مالية وغيرها.

2– المحور الخاص بالاستخدامات المصرفية:

ويهتم بتنويع بمجالات الاستخدامات المصرفية من خلال عدة جوانب لعل من أهمها[1]:

– التنويع في محفظة الأوراق المالية بحيث تضم مختلف تواريخ استحقاقها وطبيعة أنشطة الشركات والمؤسسات المصدرة لها، مع تعددها وتباعدها جغرافيا وانخفاض درجة ارتباطها، بحيث تحقق أكبر درجة من التنويع الذي يجعل المخاطرة عند أقل درجة ممكنة ومن ثم تزايد احتمالات تعظيم الربحية.

– التنويع في القروض الممنوحة بحيث تقدم القروض لكل الأنشطة والقطاعات الاقتصادية سواء الزراعية أو الصناعية أو التجارية أو الخدمية إلى جانب الأنشطة العقارية والقروض الاستهلاكية للقطاع العائلي إلى جانب قروض تمويل التجارة الدولية.

– المجالات الجديدة للاستثمار حيث استطاعت البنوك الشاملة اقتحام مجالات الاستثمار التالية:

- أداء أعمال الصيرفة الاستثمارية التي تتضمن ثلاث وظائف أساسية هي: الإسناد، الوظيفة التأمينية والوظيفة المتعلقة بقديم الاستشارات.
- تمويل عملية الخوصصة وتنويع قاعدة الملكية.
- رسملة القروض واستبدالها بحصص رأس المال بعد الفشل في سداد التزامات الشركة، وتأكيد البنك أن أسباب تعثر تلك الشركة أو المنشأة يرجع لسوء الإدارة، و أن ملكيته لجزء من رأس المال الذي سيعطيه الحق في المشاركة في إدارة هذه الشركة.

3– المحور الخاص بدخول مجالات غير مصرفية:

حيث تتجه إستراتيجية التنويع في هذا المحور إلى الدخول في مجالات غير مصرفية من جانب البنوك الشاملة حيث أثبتت التجارب أن ذلك يزيد الربحية والعائد دون إضافة مخاطر نقص السيولة وهذه المجالات تنقسم إلى[2]:

---

(1) د.عبد الحميد عبد المطلب ،البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، مرجع سبق ذكره، ص (23-25).

(2) د.عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص (58-59).

أ- القيام بنشاط التأجير التمويلي: حيث يتم إبرام اتفاق بين البنك والشركة ينص على بيع أصل من أصول الشركة إلى البنك على أن يقوم البنك بإعادة تأجيره مرة أخرى للانتفاع به وبالطبع ستكون متحصلات الإيجار مضافا إليها القيمة المتبقية من الأصل كافية لتغطية تكاليف الشراء بالإضافة إلى عائد مناسب، والتأجير التمويلي في هذه الحالة يعتبر قرض مضمون نظرا لأن المستأجر يسدد القيمة الإيجارية الدورية ويقوم بتسليم الأصول للبنك في نهاية فترة العقد.

ب- نشاط الاتجار بالعملة: وهي أنشطة تركز عليها البنوك الكبيرة من خلال الاتجار بالعملة التي بحوزتها في الأسواق الحاضرة، بغرض إتمام صفقات تجارية دولية لصالح بعض المؤسسات لتحقيق عوائد معينة مقابل العمولات التي تحصل عليها البنوك في هذه الحال دون أن تتعرض لمخاطر على الإطلاق.

ت- نشاط إصدار الأوراق المالية: حيث تتولى البنوك الشاملة إصدار الأسهم والسندات نيابة عن مؤسسات الأعمال لكن في هذه الحالة لا تتعهد بتصريفها، ويحصل البنك مقابل تصريف أي قدر منها على عمولة مع عدم تحمله لأية أعباء في حالة عدم نجاحه في تصريف الجزء الباقي حيث يقوم برده إلى جهة الإصدار في هذه الحالة.

ث- إدارة الاستثمارات لصالح العملاء: من خلال ذلك تقوم بعض البنوك الشاملة تكوين صناديق للاستثمار تقوم باستثمار ودائع العملاء، ويديرها البنك لصالحهم مقابل أتعاب محددة يحصل عليها، أما الأرباح والخسائر فهي من نصيب العملاء وحدهم، ويدخل ضمن ذلك تولي البنوك الشاملة إدارة محافظ الأوراق المالية لصالح العملاء بحيث تقوم تلك البنوك ببيع وشراء الأوراق المالية بناءا على أوامر العميل بالإضافة إلى تحصيل الفوائد والأرباح المحصلة عن تلك الاستثمارات ولا يتحمل البنك أي مسؤولية في إدارة محفظة الأوراق المالية للعملاء، ويحصل على عمولة البيع والشراء بالإضافة إلى أتعاب إدارة محفظة الأوراق المالية.

4- المحور الخاص بممارسة بعض الأنشطة غير المصرفية من خلال شركات شقيقة تضمنها شركات قابضة:

يكون لهذه الأنشطة شخصية معنوية مستقلة هي الشركات القابضة المصرفية لتصبح البنوك الشاملة في هذه الشركة القابضة تتبعها بنوك أخرى أو شركات تمارس أنشطة غير مصرفية، لكنها أنشطة متخصصة تحد من المخاطر التي يتعرض لها البنك ومن هذه الأنشطة[1]:

أ- نشاط التأمين: خاصة التأمين على حياة العملاء الذين يحصلون على قرض ائتماني، بحيث تلتزم شركة التأمين بسداد أقساط القروض في حالة وفاة المقترض، ويشتمل التأمين أيضا على الممتلكات التي تم الاقتراض من أجل شرائها كالمنازل والسيارات.

ب- إنشاء صناديق الاستثمارات: له كيان مستقل يقوم بتكوين محافظ للأوراق المالية وإدارتها لصالح العملاء الذين تتوفر لديهم موارد مالية ويحجمون عن شراء أوراق مالية نظرا لعدم توفر الخبرة والمعرفة والوقت لديهم.

ت- ممارسة نشاط التأجير التمويلي: من خلال شركات تابعة للشركة القابضة المصرفية.

---

(1) د.عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، مرجع سبق ذكره، ص(26-27).

الفرع الثالث: إيجابيات ومزايا المصرف الشامل.

يتسم المصرف الشامل بعدة إيجابيات ومزايا أهمها[1]:

– العمل على أساس الحجم الكبير وبالتالي تحقيق الوفورات في التكاليف وبوجه عام الاستفادة من الأقسام الإدارية العامة لخدمة الإدارات المصرفية الأساسية.

– زيادة وتوسيع تشكيلة الخدمات المصرفية والمالية المقدمة للعملاء على اختلاف أنواعهم.

– تحقيق الوفرات في إدارة الاحتياطات الأولية المساندة للودائع وكذلك الاحتياطات الثانوية بسبب التنسيق القطاعي لإحتياجات السيولة داخل المصرف الواحد.

– ممارسة الأساليب المعاصرة لإدارة الموجودات والمطلوبات بما فيها على سبيل المثال إدارة الفجوة والهامش والفارق.

– إمكانية الدخول إلى الأسواق المالية لشراء الأسهم وبيعها في إطار السياسة الاستثمارية للمصرف إلى جانب شراء السندات سواء التي تصدرها الدولة أو شركات المساهمة.

– تلبية احتياجات الشركات التي تتمتع بالتكامل الأفقي والرأسي الذي يعبر حدود القطاع الاقتصادي الواحد.

– نشر الخدمات المصرفية لكافة القطاعات (صناعية، زراعية، إسكانية) بشكل أفضل بالاستفادة بشبكة فروع المصارف التجارية وخبراتها في إدارة المصرف الشامل.

– الاستفادة من تجارب البنوك التجارية في مجالات التنمية وبما يحقق درجة أفضل من توازن القطاعي.

– يمكن للمصرف الشامل إذا ما أرادت الدولة تخفيض أسعار الفائدة لقطاع معين والحصول على الدعم منها مقابل ذلك التخفيض، وذلك دون الحاجة لوجود قطاع مصرفي متخصص يؤدي هذه المهمة.

الفرع الرابع: متطلبات وضوابط التحول إلى البنوك الشاملة.

إن عملية التحول إلى بنوك شاملة تتم عن طريق عدة مناهج بالإضافة إلى توفر عدة ضوابط.

1– التحول إلى المصارف الشاملة:

يتم التحول إلى مصارف شاملة من خلال منهجين هما:

أ– المنهج الأول: تحويل بنك (متخصص أو تجاري) قائم بالفعل إلى بنك شامل هو المنهج الأيسر والأسرع والأفضل على أن يكون هذا البنك كبير الحجم وقابل للنمو ولديه العديد من الفروع المرتبطة تكنولوجيا واتصاليا ولديه كوادر بشرية مؤهلة ومدربة ولديه تطلع إلى العالمية، ويتم في ضوء هذا المنهج التحول إلى البنك الشامل على عدة أسس وقواعد أهمها[2]:

---

(1) صلاح الدين حسن السيسي، قضايا مصرفية: القطاع المصرفي والاقتصاد الوطني، القطاع المصرفي وغسيل الأموال، الطبعة الأولى، عالم الكتاب، مصر2003، ص (86-87).

(2) نفس المرجع، ص88.

● التدرج: أي التحول على مراحل متدرجة لإدخال خدمات البنك الشامل تدريجيا للحد من مقاومة التغيير ولضمان الاستيعاب لتقنيات هذه الخدمات ولتقديمها بمعايير الدقة والسرعة والفعالية وفي نطاق الجودة الشاملة.

● التطوير: أي إعادة الهيكلة التنظيمية وتطوير اللوائح والنظم الداخلية وكذلك إدخال التعديلات في الصلاحيات والإجراءات، بما يضمن أداء العمل بالصورة والشكل المطلوب.

● التجهيزات المكانية: اللازمة لتقديم خدمات المصارف الشاملة وما قد يستلزمه من إعادة تخصيص لبعض الفروع وإنشاء فروع أو وحدات خاصة بخدمات البنوك الشخصية.

● الخطة ومتابعتها: من حيث خضوع كافة عمليات التحول إلى المصرف الشامل لبرنامج مخطط ومبرمج زمنيا في إطار عمليات تخطيط، تنظيم، توجيه، تحفيز ومتابعة للتغلب على كل المحددات ومقاومة التغير، وضمان وتأكيد مقومات نجاح البنك ويدعم فعالية المنهج الأول قدرة قيادات البنك على ابتكار الأفكار وبناء قيم للعمل تحفز التطوير والتغير وترحب به وتعمل على نجاحه وليس مقاومته وشل فاعليته.

ب- المنهج الثاني: إنشاء بنك شامل جديد حيث يتطلب الأمر البدء في الأساس من القاعدة باختيار وتدريب كوادر بشرية قادرة ومدربة ومؤهلة ترسل إلى مصارف شاملة بالخارج للتدرب على أعمالها وتوفير المكان وتجهيزه بالديكورات العصرية، والقيام بالحملات التسويقية والترويجية المناسبة ويرى مؤيدو هذا المنهج أن الخدمات المصرفية تتميز بطبيعة خاصة وأن الطلب عليها يخلق بمجرد تواجدها أي أن المصرف الشامل صانع لأسواقه[1].

هذا ويضاف إلى المنهجين السابقين منهج ثالث يجمع بين مزايا المنهجين حيث يتم إنشاء كيان مصرفي جديد تتوافر فيه الإمكانيات والقدرات والخبرات وفي نفس الوقت يكون قابلا للنمو والاتساع والانتشار بشكل كبير ولديه إستراتيجية طموحة لقيادة وتوجيه السوق وريادته، مع وضع خطة للإسراع بذلك عن طريق شراء عقارات بعض البنوك الراغبة في الاستغناء عنها ودمج تدريجي لبنك معين وضم أعماله ومعاملاته الكبيرة الحجم وعملائه بما يضمن للمصرف الشامل حجم أعمال مناسب وتحقيق التشغيل المتوازن له، والدخول في مشاركات مع بنوك أخرى رائدة بهدف دمجها فيه مستقبلا، وكذا دراسة التأثيرات المختلفة للأنشطة التي يرغب في تقديمها للسوق لأول مرة والتي قد تشمل طبيعة خطرة أو غامضة يصعب التكهن بها قبل تجربتها وإدخالها إلى السوق.

2- متطلبات التحويل إلى بنوك شاملة:

تحتاج عملية التحويل إلى مصارف شاملة توفر مجموعة من المتطلبات أهمها[2]:

- إعلام مكثف للترويج لمفهوم المصارف الشاملة وأهميتها.
- مراكز تدريب متقدمة تدعم بمجموعة من خبراء التدريب متخصصون في أعمال الصيرفة الشاملة.

---

(1) صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة: البنوك، البورصة-تمويل المشروعات- الخصخصة- المصارف الشاملة، دار غريب، مصر2002، ص216.

(2) أ/ مصيطفى عبد اللطيف وأ/بلعور سليمان، تحديات العولمة المالية للمصارف العربية واستراتيجيات مواجهتها مع الإشارة إلى القطاع المصرفي الجزائري، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية - واقع وتحديات-، جامعة الشلف، ص14.

– تطوير التشريعات والقوانين واللوائح والقرارات المنظمة للعمل المصرفي، بالشكل الذي يسمح للمصارف الشاملة بممارسة نشاطها بفاعلية كاملة، ثم تجميع التشريعات ذات العلاقة المنشأة للمصارف الشاملة في تشريع واحد شامل بحيث يسهل الرجوع إليها والتعرف على ضوابطها المختلفة، والواجبات والحقوق التي تنص عليها كل منها.

3– ضوابط التحول إلى مصارف شاملة:

إن المصارف الشاملة تحتاج إلى ضوابط تضمن لها الاستمرار والانتظام والاستقرار لممارسة النشاط وتقبل الجمهور لها، وبالتالي فإن هذه الضوابط كمية بقدر ما هي نوعية وجميعها تهدف إلى الحماية والرعاية وتتمثل أهم هذه الضوابط في[1]:

– التزام العاملين في المصارف الشاملة بسياسات الحيطة والحذر خاصة في المرحلة الأولى من بدأ النشاط، وإخضاعهم لكافة العمليات الكبيرة الحجم للفحص والتدقيق حتى لا تتعرض لمخاطر غير محسوبة.

– ممارسة واسعة لأجهزة الرقابة والإشراف على نشاط المصارف الشاملة بما يضمن نوعا راقيا من الرقابة التي تحمي المصرف من أي خطر يهدد مسيرته المستقبلية.

– نظام عمل عالي الدقة وفعال يحدد الواجبات والمسؤوليات الخاصة بكل وظيفة والمهام والأنشطة الخاصة بكل منه، بما لا يدع أي مجال للتضارب أو التعارض أو الازدواج لأي عمل أو نشاط.

– نظم فعالة للإعلام والإعلان عن أنشطة المصرف الشامل في إطار قواعد ومعايير المحاسبة الدولية التي توفر قدرا مناسبا من الشفافية والإيضاح والإفصاح الذي يمكن من الحكم على مدى كفاءة وحسن إدارة المشروع.

– عرض تفاصيل السياسات والأنشطة المقترحة على الجمعية العمومية للحصول على تأييدها لاتجاهاتها ومخاطرها.

– ملاءة مالية مناسبة ممثلة في حجم مناسب من رأس المال والاحتياطات.

– نظام تأمين فعال على الودائع ليقلل من تدافع العملاء عند حدوث أي أزمة أو إطلاق أي إشاعة حيث يبعث الطمأنينة في نفوسهم ويدعم ثقة المصرف.

– التوسع في الوظائف الاستثمارية لدعم جودة اتخاذ القرارات، ولضمان الجودة الشاملة والمتكاملة لأعمال المصرف الشامل والذي تفرضه ضخامة أعماله ومعاملاته، ضوابط المشورة والرأي والخبرة والتصور المستقبلي لكل نشاط يتم القيام به.

– إستراتيجية عامة علمية تنبثق منها سياسات مرحلية تشكل إطار الحركة التنفيذية للنشاط الذي يمارسه المصرف الشامل.

---

(1) صلاح الدين حسن السيسي، قضايا مصرفية: القطاع المصرفي والاقتصاد الوطني، القطاع المصرفي وغسيل الأموال، مرجع سبق ذكره، ص(90-91).

المطلب الثاني: مقررات لجنة بازل.

في ظل تأثر الجهاز المصرفي بالعولمة وتزايد المنافسة العالمية والمحلية أصبح أي بنك من البنوك عرضة للعديد من المخاطر لذا وجب التفكير والبحث عن آليات لمواجهة تلك المخاطر، وإيجاد فكر مشترك بين البنوك المركزية في دول العالم يقوم على التنسيق بين تلك السلطات الرقابية للتقليل من المخاطر التي تتعرض لها البنوك.

الفرع الأول: اتفاقية بازل الأولى.

تشكلت لجنة بازل للأنظمة المصرفية والممارسات الرقابية وعملت لعدة سنوات قبل نشر تقريرها النهائي في جويلية1988.

1- التعريف بلجنة بازل:

في ظل تصاعد المخاطر المصرفية بدأ التفكير في البحث عن آليات لمواجهة تلك المخاطر وفي أول خطوة في هذا الاتجاه تشكلت لجنة بازل للرقابة المصرفية من طرف مجموعة الدول الصناعية العشر (بلجيكا، كندا، ألمانيا الاتحادية، إيطاليا، اليابان، هولندا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية) إضافة إلى لوكسمبورغ.

في 1974 تحت إشراف بنك التسويات الدولية لمدينة بازل السويسرية وذلك في ضوء تفاقم أزمة المديونية الخارجية للدول النامية وازدياد حجم ونسبة الديون المشكوك في تحصيلها التي منحتها البنوك العالمية[1].

وكانت اللجنة تعقد اجتماعاتها في مدينة "بال" أو "بازل" في سويسرا وهي مقر بنك التسويات الدولية وذلك برئاسة "كوك"(Cooke)من بنك إنجلترا ومن هنا أتت التسمية لجنة "بال أو بازل أو كوك" وقد عقد محافظ المصارف المركزية لمجموعة العشر اجتماعهم في:1987/12/07، في بازل للنظر في التقرير الأول الذي رفعته اللجنة لهم، والذي استهدف تحديد التوافق في الأنظمة والممارسات الرقابية الوطنية فيما يتعلق بقياس كفاية رأس المال ومعاييرها وذلك للمصارف التي تمارس الأعمال الدولية.

عمدت لجنة بازل منذ تشكيلها سنة 1974 إلى تنظيم القطاع المصرفي وفق معايير عالمية فقد وضعت معيارا لكفاية رأس المال حده الأدنى 8%، وهو ما عرف باتفاق بازلIسنة 1988 ليطبق تدريجيا إلى أجل أقصاه نهاية عام 1992 وهو يعالج مخاطر الائتمان فقط، ثم تم إدخال عليه تعديلات بين سنتي 1996 و1998 ليضم أيضا مخاطر السوق[2].

---

(1) د.طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر،2003،ص123.

(2) د.سليمان ناصر، تأهيل المؤسسة المصرفية العمومية في الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية و تكامل الاقتصاد العالمي، مخبر الاقتصاديات، التطور واستراتيجيات التكامل الاقتصادي العالمي، المدرسة العليا للتجارة، العدد02، جامعة الجزائر2007، ص74.

2- أهداف الاتفاقية:

يمكن القول أن اتفاقية بازل تهدف فيما يتعلق بالبنوك العاملة في السوق المصرفي العالمي في ظل العولمة إلى ما يلي[1]:

- وضع حد أدنى لكفاية رأس المال.
- إزالة مصدر مهم للمنافسة غير العادلة بين البنوك نتيجة الفروقات في الرقابة الوطنية على رأس المال وتحقيق عدالة تنافسية بين البنوك.
- تسهيل عملية تبادل المعلومات المتعلقة بأساليب الرقابة.
- تحقيق استقرار في النظام المصرفي العالمي من خلال التخفيض من حجم المديونية.
- الرقابة المجمعة على كافة الوحدات المصرفية وفق التطورات الاقتصادية العالمية وفي ظل حركة رؤوس الأموال الكبيرة.
- التقليل من مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر الدول ومخاطر سعر الفائدة وسعر الصرف....

3- الجوانب الأساسية لاتفاقية بازل 1988:

انطوت اتفاقية بازل على العديد من الجوانب لعل من أهمها ما يلي:

أ- التركيز على المخاطر الائتمانية: حيث تهدف الاتفاقية على حساب الحدود الدنيا لرأس المال أخذا في الاعتبار المخاطر الائتمانية أساسا بالإضافة إلى مراعاة مخاطر الدول إلى حد ما و لم يشمل معيار كفاية رأس المال كما جاء في اتفاقية عام 1988 مواجهة المخاطر الأخرى، مثل مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- تعميق الاهتمام بنوعية الأصول وكفاية المخصصات الواجب تكوينها: حيث تم تركيز الاهتمام على نوعية الأصول ومستوى المخصصات التي يجب تكوينها للأصول أو الديون المشكوك في تحصيلها وغيرها من المخصصات، وذلك لأنه لا يمكن تصور أن يفوق معيار كفاية رأس المال لدى بنك من البنوك الحد الأدنى المقرر بينما لا تتوافر لديه المخصصات الكافية في نفس الوقت من الضروري كفاية المخصصات أولا ثم يأتي بعد ذلك تطبيق معيار رأس المال[2].

ت- تصنيف الدول من حيث أوزان المخاطر الائتمانية: تم تصنيف الدول في ضوء تقرير لجنة بازل إلى مجموعتين على النحو التالي[3]:

- المجموعة الأولى: وهي مجموعة الدول ذات المخاطر المتدنية وتضم مجموعتين فرعيتين هما:
  - الدول الأعضاء في لجنة بازل (مجموعة العشرةG10).

---

(1) إدريس رشيد، الجهاز المصرفي الجزائري ومقررات لجنة بازل، مجلة العلوم الإنسانية والتسيير والتجارة، العدد 15، منشورات كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006، ص136.

(2) عبد الحميد عبدا لمطلب،العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص83.

(3) د. أحمد سليمان خصاونه، مرجع سبق ذكره، ص117.

– الدول التي عقدت ترتيبات إقراضية خاصة مع صندوق النقد الدولي وهي: أستراليا، النمسا، الدنمرك، فلندا، اليونان، أيسلندا، ايرلندا، نيوزلندا، النرويج، البرتغال، السعودية، تركيا. وتضم هذه المجموعة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) ودول ذات ترتيبات خاصة مع صندوق النقد الدولي.

- المجموعة الثانية: وهي مجموعة الدول ذات المخاطر العالية وتشمل كل دول العالم التي لم تذكر في المجموعة الأولى، وتضم كل الدول الإسلامية باستثناء السعودية وتركيا.

ث– وضع إطار بسيط لقياس المخاطر: يختلف الوزن الترجيحي بالاختلاف الأصل واختلاف الملتزم فعند حساب معدل الكفاية ترجح الأصول بالأوزان التالية: هيكل الوزن:0%، 10%، 20%، 50%، 100%وكل وزن ترجيحي له الأصول الخاصة به، وهكذا فإنه مثلا أن القرض الذي يقدمه البنك للشركة التجارية يمثل مخاطرة تبلغ 100% في حين أن القرض المحلي من البنك للحكومة المركزية يقدر بالعملة المحلية ليس فيه مخاطرة وعليه يمثل مخاطرة تقدر بـــ 0%، وتقدر مخاطرة الإقراض بين البنوك 20%[1].

الفرع الثاني: اتفاقية بازل الثانية.

1– أسباب تعديل اتفاقية بازل الأولى:

برزت أسباب عدة فرضت إعادة النظر في اتفاقية بازل الأولى أهمها[2]:

– التطورات السريعة والأساليب الحديثة خصوصا في التكنولوجيا التي ساهمت في تقدم العديد من الخدمات المصرفية وإعادة هيكلة القطاع المالي عالميا.

– أنّ تقسيم المخاطر إلى أربع فئات فقط هو تقسيم غير كافي يعكس صورة شاملة وغير دقيقة عن جودة أصول المصرف.

– التجديدات التي حدثت في العمليات المصرفية والتي كان هدفها الأساسي تفادي الآثار السلبية لمعيار بازل مثل التوريق (تحويل القروض إلى سندات قابلة للتداول في السوق) والمشتقات المالية التي نشأت جزئيا بسبب قواعد لجنة بازل وأدت إلى الإنقاص من فعالية الاتفاقية.

– رغم نجاح اتفاقية لجنة بازل في زيادة رأسمال المصارف عالميا خلال العشر سنوات الأخيرة إلا أن التطورات المالية أوجدت مخاطر لا يغطيها إطار معيار بازل بحيث أصبحت الاتفاقية أقل إلزاما ومجرد خطوط عريضة يمكن إتباعها.

2–التعديلات التي أجريت على اتفاقية بازل الأولى:

لعل المتتبع لاتفاقية بازل منذ 1988 وحتى عام 1998 يجد أن هناك العديد من التعديلات التي أجريت يمكن الإشارة إليها في النقاط التالية[3]:

---

(1) إدريس رشيد، مرجع سبق ذكره، ص138.

(2) سيم كاراكاداج ومايكل تايلور، نحو معيار مصرفي مالي جديد، مجلة التمويل والتنمية العدد04، ديسمبر2000، ص51.

(3) النظام المصرفي في الجزائر وتحديات العولمة، عن الموقع الإلكتروني،www.majalisna.com/bulletin/index.php تاريخ الإطلاع: 03 /2008/01.

- تغطية مخاطر السوق وإدخالها في قياس معدل كفاية رأس المال وقد افترضت لجنة بازل استخدام بعض المؤشرات الكمية والنوعية لكي تستخدمها، ولعل من أهمها تغطية مخاطر الائتمان لكافة عناصر الأصول، وتغطية مخاطر سعر الفائدة، ومخاطر تقلبات أسعار الصرف.
- إضافة شريحة ثالثة لرأس المال المتمثل في القروض المساندة وتحديث طرق القياس.
- تعديل تعريف رأس المال وفقا للتعديلات الأخيرة.
- تعديلات منهجية وتنظيمية متصلة بمتطلبات رأس المال لمقابلة المخاطر السوقية.

المطلب الثالث: الاندماج المصرفي وأبعاده.

لعل من الآثار الاقتصادية الهامة للعولمة هو ما حدث في الوقت الحاضر من موجة إندماجات مصرفية سواء بين كل من البنوك الكبيرة والصغيرة وبين البنوك الكبيرة بعضها البعض ويبدو أن عملية الاندماج المصرفي من كثرتها وسرعتها وشمولها أصبحت ظاهرة عالمية تأثرت بها كل البنوك في العالم تقريبا، حيث وصلت عمليات الاندماج أو الدمج المصرفي في سنة 1997 إلى 1.6تريليون دولار وفي سنة 1998 نحو 2 تريليون دولار.

الفرع الأول: التعريف بالاندماج المصرفي.

تعددت التعاريف في مجال اقتصاديات البنوك فيما يتعلق بالاندماج المصرفي على أنه إتفاق يؤدي إلى إتحاد بنكين أو أكثر أو ذوبانهما إراديا فيكونان مصرف واحد، بحيث يكون الكيان الجديد ذو قدرة أعلى وفاعلية أكبر على تحقيق الأهداف، كما لا يمكن أن تتحقق قبل إتمام عملية تكوين المصرف الجديد، وكما يرى البعض أن الاندماج المصرفي هو تلك العملية التي تؤدي إلى الاستحواذ على بنك أو أكثر بواسطة مؤسسة مالية أو مصرفية أخرى، بحيث يتخلى البنك المندمج عادة عن استقلاليته ويدخل في البنك الدامج ويصبح مصرفا واحدا ويتخذ المصرف الجديد إسما جديد عادة يحمل إسما للمؤسسة الدامجة اسما مشترك بينهما، وتضاف أصول وخصوم البنك المندمج إلى أصول وخصوم البنك الدامج ويعتبر التوسع في الإنتاج المصرفي وتكوين مصارف عملاقة من أهم السمات المعاصرة للعمل المصرفي في ظل العولمة المالية[1].

الفرع الثاني: أنواع ودوافع الاندماج المصرفي.

عمليات الاندماج المصرفي متعددة ومتنوعة بتعدد وتنوع الأسباب والأهداف والدوافع وكل هذا يجعل للاندماج المصرفي أنواعا مختلفة ولكل فرع منها دواعي استخدام.

1- أنواع الاندماج المصرفي:

بالاستناد إلى معايير معينة يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

أ- الاندماج المصرفي من حيث نشاط الوحدات المندمجة:

طبقا لهذا المعيار يصنف الاندماج إلى الأنواع التالية:

---

(1) أ/بو زعرور و عمار أ/دراوسي مسعود، واقع الاندماج المصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية –حالة الجزائر-، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية –واقع وتحديات-، جامعة الشلف، 14-15ديسمبر 2004، ص 138.

- الاندماج المصرفي الأفقي:"horizontal merger"

وهو الذي يتم بين بنكين أو أكثر يعملان في نفس النشاط، ونتيجة لهذا النوع من الاندماج تزداد الاحتكارات المصرفية العملاقة في السوق، ويمكن للحكومة أن تقوم بتنظيم عمليات هذا النوع من الاندماج لأنه يؤثر سلبا على المنافسة ويتيح الحصول على أرباح احتكارية، مما أدى إلى وجود تنظيمات حكومية لمنع ومكافحة الاحتكارات.

- الاندماج المصرفي الرأسي: "vertical merger"

هو الاندماج الذي يتم بين البنوك الصغيرة في المناطق المختلفة والبنك الرئيسي في المدن الكبرى وتصبح بذلك البنوك الصغيرة وفروعها امتداد للبنك الكبير.

- الاندماج المصرفي المتنوع: "conglomerate merger"

يعرف أنه يتم بين بنكين أو أكثر، يعملان في أنشطة مترابطة فيما بينهما (مختلفة) كأن يتم بين أحد البنوك التجارية أو أحد البنوك المتخصصة أو بين أحد البنوك المتخصصة وأحد بنوك الاستثمار والأعمال.

ب- الاندماج المصرفي من حيث العلاقات بين أطراف عملية الاندماج:

ومن هذا المدخل والمعيار يمكن تقسيم الاندماج المصرفي إلى ثلاثة أنواع يمكن إيضاحها على النحو التالي[1]:

- الاندماج الطوعي الإرادي:"friendly merger"

ويعرف الاندماج الطوعي الإداري على أنه الاندماج الودي، الذي يتم بموافقة كل من إدارة البنك الدامج والبنك المندمج وفي ظل هذا النوع من الاندماج المصرفي نجد أن البنك الدامج الذي يخطط ويرغب في الحصول على بنك آخر وهو البنك المندمج، يتقدم بعرض شراء مجلس إدارة البنك المندمج ومن ثم تقوم إدارة كل من البنكين بتقديم كتاب إلى مساهمي البنك في كل منهما توصي فيه بالموافقة على عملية الاندماج المصرفي وفي حالة إتمام الموافقة ومع عدم وجود معارضة من الحكومة فإن البنك الدامج يقوم بشراء أسهم البنك المدمج، إما عن طريق السداد النقدي أو تقديم أوراق مقابل قيمتها مثلا لسندات أو الأسهم الممتازة أو الأسهم العادية.

- الاندماج المصرفي القسري:"compulsory merger"

ويتم الاندماج القسري نتيجة لتعثر أحد البنوك مما يضطر السلطات النقدية في العديد من الدول إلى الاندماج القسري وهنا يحمل الاندماج المفهوم المعنى الحقيقي لمفهوم الدمج المصرفي، حيث أن تعثر أحد البنوك لا يستلزم إدماجه في أحد البنوك الأخرى الناجحة، ومن هنا يجب أن نشير إلى أن اللجوء إلى هذا النوع من الدمج القسري يجب أن يتم بصفة استثنائية طبقا لظروف تحددها السلطات النقدية للدولة من أجل خدمة الاقتصاد القومي بشكل عام وقطاعها المصرفي بشكل خاص.

---

(1) د.صالح السحيباني و د.عبد العظيم موسى، الاندماج والاستحواذ: الاضطراب المالي العالمي والفرص الجديدة، بحوث الاستثمارات، شركة الراجحي للخدمات المالية، ديسمبر2008. عن الموقع الإلكتروني www.arfs.com تاريخ الاطلاع: 2008/01/03

- الاندماج المصرفي العدائي:"hostile lake over"

وهو الذي يتم ضد رغبة إدارة البنك المستهدف للاندماج وهو اندماج لا إرادي ويأخذ مفهوم الاستحواذ ويواجه الاندماج المصرفي العدائي معارضة شديدة من جانب إدارة البنك المندمج والذي يطلق عليه في هذه الحالة بالبنك المستهدف بينما يطلق على البنك الدامج البنك المغير نتيجة محاولته المتعددة الاستحواذ على البنك المستهدف دون موافقة إدارته، إما نتيجة لتدني السعر المعروض أو للمحافظة على الاستقلالية أو لضعف إدارة المستهدف.

ت- الاندماج المصرفي بمعايير أخرى:

هناك عدة أنواع من الاندماج المصرفي تقسم طبقا لبعض الشواهد العلمية والتجريبية أهمها[1]:

- الاندماج بالابتلاع التدريجي: وهو اندماج قائم على الغزو المتتالي للأسواق مصرفية خارجية أو داخلية، وذلك من خلال شراء فرع أو فروع معينة لبنك معين، ثم بعد فترة يتم شراء فرع آخر، وهكذا إلى أن يتم شراء كافة الفروع والوحدات الخاصة بهذا البنك.
- الاندماج بالحيازة: يتم من خلال شراء أسهم البنك المراد إدماجه والسيطرة عليه، ويتم ذلك بشكل فجائي أو تدريجي وفقا للقدرة المالية المتوفرة، ومدى إمكانية ورغبة حاملي أسهم البنك الآخر في عرضها للبيع والتخلص منها، وبصفة خاصة إذا كانت القوانين والتشريعات تسمح بذلك.
- الاندماج بالامتصاص الاستيعابي: يتم من خلال شراء عمليات مصرفية بذاتها مثل عمليات محافظ الأوراق المالية، وعمليات الائتمان، وعمليات توريق الديون، وعمليات المشتقات، ويتم من خلالها امتصاص أعمال البنك باستيعابها.
- الاندماج بالضم: يقوم هذا النوع على ضم بنكين وأكثر إلى بعضها البعض ويحمل الكيان الجديد اسمهما معا، ويكون الاندماج في الواقع قائم على مجلس الإدارة الموحدة للبنكين معا.
- الاندماج بالمزج: ويقوم هذا النوع على إحداث مزيج متفاعل منبنكين أو أكثر يمتزجا ليخرج إلى الوجود كيان مصرفي جديد خليط من البنكين أو البنوك المندمجة، وبمعنى آخر يحمل البنك الجديد اسم جديد وشعار ورمز جديد وعلامة تجارية جديدة.

2-أسباب ودوافع الاندماج المصرفي:

يمكن القول أن هناك العديد من الأسباب والدوافع الاندماج المصرفي لعلمن أهمها[2]:

- الأثر التأذري (synergistic effect)الناتج عن فكرة زيادة الكل على الجزئيات المكونة له أو مبدأ 2+2=5 أي أن الكل يفوق المحصلة الحسابية للأجزاء المكونة له، مما يؤدي إلى حدوث مزايا عديدة للاندماج

---

(1) د. عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص(163-165)

(2)د. أحمد سليمان خصاونه، مرجع سبق ذكره، ص(203-204).

المصرفي، مثل وفورات الحجم وفتح أسواق جديدة، وخلق مصادر جديدة للإيرادات، وتحسين الربحية، وزيادة القدرة التنافسية في ظل العولمة المالية.

● تنوع محفظة التوظيف (portfolio)،نتيجة تجميع الموارد التي تتيح مدى أكبر من التوظيف بما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المصرفية وتأمين تدفق الإيرادات.

● إن سياسة الإصلاح الاقتصادي والتحول إلى آليات واقتصاديات السوق ومن ثم التحرر من القيود أدت إلى زيادة جودة المنافسة بين البنوك وبالتالي تسعى إلى الاندماج لزيادة قدرتها التنافسية.

● إن تحرير الخدمات المصرفية، وتطبيق معايير كفاية رأس المال كلها من الدوافع الأساسية نحو تزايد الميل إلى إحداث المزيد من الاندماج المصرفي.

● إن تزايد الاتجاه نحو ما يسمى بالبنوك الشاملة كان من أهم الدوافع والأسباب نحو إحداث المزيد من الاندماجات المصرفية.

● نشوء الأزمات الاقتصادية العالمية المصرفية وما نجم عنها من تغير في البنوك العالمية مما أضطر بعضها إلى الاندماج المصرفي لتحسين أوضاعها.

● الدافع التنظيمي لدى السلطات النقدية الذي يكون سببا مؤسسيا للقيام بالاندماج المصرفي والتشجيع عليه، فقد تقرر السلطات النقدية إدماج بعض البنوك بغرض تنظيم الجهاز المصرفي ليتواكب والهوية المنهجية التي يسير عليها الاقتصاد القومي ومرحلة التحول التي يميزها.

3- الآثار المترتبة على عملية الاندماج المصرفي:

انطلاقا من مفهوم الاندماج المصرفي كظاهرة اقتصادية واسعة وحديثة النشأة فإن هذه العملية هامة على الاقتصاد القومي، ايجابية وسلبية من أهمها ما يلي:

أ- المزايا والآثار الإيجابية للاندماج المصرفي:

يبدو أن التأمل في الأسباب والدوافع الدافعة لإحداث الاندماج المصرفي يكشف عن العديد من مزاياه وآثاره الإيجابية التي يمكن أن نذكر منها ما يلي[1]:

- إن الاندماج المصرفي وخاصة فيما بين البنوك الصغيرة يهيئ الفرصة لتحقيق وفرات الحجم المتعلقة بالتوسع بالاعتماد على التقدم التكنولوجي في عمليات البنك واستقطاب أفضل الكفاءات وزيادة الثقة الائتمانية في التعامل مع المؤسسات المالية وغيرها.

- التوسع في فتح أسواق جديدة وخلق مصادر جديدة للإيرادات وتهيئة الظروف لتنويع الخدمات المصرفية مما يؤدي إلى تعزيز موقع البنك في السوق المصرفي ودعم نشاطه وزيادة حجم الودائع وتنوع مصادره.

- خفض التكلفة وزيادة القدرة التسويقية وكفاءة الخدمة المصرفية.

- زيادة القدرة على المنافسة العالمية في إطار تحرير الخدمات المصرفية.

---

(1) أ/بو زعرور و عمار أ/دراوسي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 141.

- زيادة القدرة على المخاطرة في ظل سياسة التحرر المالي.

ب- الأخطار والآثار السلبية للاندماج المصرفي.

تعد أهم محاذير الاندماج هو ما قد يترتب عليه من أوضاع احتكارية وشبه احتكارية، وما قد يترتب عليه من أوضاع غير توازنية دافعة لاختلالات عميقة في السوق المصرفي واختفاء الدافع إلى التطوير أو قيام البنك المندمج بغلق بعض فروع هو تسريح بعض العاملين لديه، وإيجاد جو ومناخ عمل غير صحي قلق مدمر ورافض للتطوير، ومن ثم يجب عدم السماح بالقيام بأي عملية وإدماج ما بين البنوك إذا ما كان سيترتب عليه أي من هذه المحاذير[1].

الفرع الثالث: تجارب الاندماج المصرفي عالميا وعربيا.

شهدت الساحة المصرفية العالمية العديد من حالات الاندماج المصرفي، أما على المستوى العربي فقد سجلت بعض عمليات الاندماج، واقتصرت هذه الأخيرة في بعض الدول مثل السعودية لبنان، الأردن، تونس، المغرب، البحرين، سلطنة عمان.

1- الاندماج المصرفي عالميا:

على مدى العقود الأربعة الماضية كانت تحصل عمليات الدمج هنا وهناك، إلا أن معظمها كان يتم بقصد إصلاح خلل في هيكلية هذه المؤسسات لا بقصد الاستفادة من الوفورات التي تحققها اقتصاديات الحجم الكبير.

إلا أن الاندماج المصرفي عالميا لا يتم فقط بين مصارف صغيرة وكبيرة، ولكنها كانت تتم أيضا المصارف الكبيرة الحجم التي لها مركز تنافسي في الأسواق المصرفية العالمية، كما أن عمليات الاندماج المصرفي لم تكن على مستوى المصارف والمؤسسات المصرفية للدولة الواحدة فقط وداخل حدود هذه الدولة، ولكن امتدت لتتم بين مصرفين أو مؤسستين مصرفيتين مختلفتين الجنسية[2]. ومن أمثلة هذه الاندماجات إعلان بنك أمريكا استحواذه على بنك "كونتنتال" الأمريكي وقد بلغت قيمة الصفقة 9.2 مليار دولار على أن يبدأ التنفيذ للاندماج المصرفي بين البنكين العملاقين في أفريل1999. وإذا كانت عمليات الاندماج المصرفي قد شملت العديد من الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية وكذلك اليابان وألمانيا و فرنسا وإيطاليا و هولندا و غيرها فد امتدت أيضا للكثير من الدول النامية مثل الأرجنتين والبرازيل وفترويلا وكذلك الدول الأسيوية مثل الصين وإندونيسيا وكوريا الجنوبية و غيرها.

2- الاندماج المصرفي عربيا:

يبدو أن الجهاز المصرفي العربي في ظل العولمة، في حاجة شديدة إلى المزيد من الاندماج المصرفي سواء على مستوى الدولة الواحدة أو على مستوى الدول العربية فيما بينها وفي مجموعها، حيث يمكن أن يكون الاندماج المصرفي العربي أحد الآليات الأساسية لتحقيق سوق مصرفية عربية مشتركة أكثر اندماجا ومن ثم أكثر تكاملا،

---

(1) د.أحمد حسن الخضيري، مرجع سبق ذكره، ص 331.

(2) د. أحمد سليمان خصاونه، مرجع سبق ذكره، ص209.

ومن الملاحظ أن حالات الاندماج المصرفي على المستوى العربي اقتصرت فقط على الوحدات المصرفية داخل الدولة الواحدة و لم تظهر اندماجات بين دولة عربية ودولة عربية أخرى.

الجدول رقم(06) حالات الاندماج المصرفي عربيا

سنوات الاندماج	الدولة	عدد حالات الاندماج	البنك المندمج	البنك الرابح
1994-1993	لبنان	23 حالة اندماج مصرفي	عدة بنوك	عدة بنوك
1998	الأردن	حالة واحدة	الشركة الأردنية للاستثمارات المالية	بنك فيلا ولبنان للاستثمار
1994	سلطة عمان	حالة واحدة	البنك الأهلي العماني	بنك مسقط
1998	سلطة عمان	حالة واحدة	بنك عمان والبحرين والكويت	بنك عمان التجاري
1998	تونس	حالة واحدة	بنك تونس والإمارات للاستثمار	الاتحاد الدولي للبنوك
1998	المغرب	حالة واحدة	البنك الشعبي المركزي	مجموعة البنوك الشعبية
1997	السعودية	حالة واحدة	بنك القاهرة السعودي	البنك السعودي التجاري المتحد
1999	السعودية	حالة واحدة	البنك السعودي المتحد	البنك السعودي الأمريكي
1999	البحرين	حالة واحدة	البنك السعودي العالمي	بنك الخليج الدولي

المصدر: عبد الحميد عبد المطلب، **العولمة و اقتصاديات البنوك**، الدار لجامعية، الإسكندرية2003، ص197.

ومن الملاحظ أن عمليات الاندماج المصرفي على المستوى العربي تعتبر محدودة للغاية، بل إن الحجم النسبي لقيمة هذه العمليات مازال ضئيلا بالمقارنة مع عمليات الاندماج المصرفي على مستوى العالمي، وعلى الصعيد العربي تشير التقارير المعتمدة إلى حصة المؤسسات المالية والمصرفية العربية من إجمالي عمليات الاندماج العالمية لمتتجاوز0.5% خلال عام 1997، أما حصتها من عمليات الاندماج في الدول النامية فإنها تتراوح ما بين5%-7%ويرجع تدني هذه النسبة إلى الضعف الهيكلي الذي تعاني منه المؤسسات المالية والمصرفية العربية[1].

المطلب الرابع: خوصصة البنوك.

تعتبر خوصصة البنوك أحد النواتج التي أحدثتها العولمة نتيجة تحرير الخدمات المصرفية التي تتمثل في التوجه الواسع نحو خوصصة البنوك العامة، وقد حدث هذا في ظل تحول الكثير من اقتصاديات الدول النامية إلى تطبيق

(1) د. طارق عبد العال حماد، سبق ذكره، ص 202.

برامج الإصلاح الاقتصادي والتحول لآليات السوق حيث أن التدخل الكبير للدولة في النشاط الاقتصادي كان يمثل كبح للنشاط المالي المصرفي، مما نتج عنه أثار سلبية، الأمر الذي دفع إلى ضرورة تخفيف القيود والتدخلات الحكومية التي تضعها وتمارسها اتجاه البنوك العامة.

الفرع الأول: مفهوم وأهداف خوصصة البنوك.

إن عملية خوصصة البنوك تحمل معها مجموعة من الأهداف يمكن توضيحها على النحو التالي:

1- مفهوم خوصصة البنوك:

إن تبني فكرة الخوصصة بمختلف المؤسسات العالمية منها البنوك يعتبر قرارا استراتيجيا في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والاجتماعي الذي تسعى إليه الكثير من دول العالم، فقد أصبحت الخوصصة ضرورة ملحة نظرا لما أصاب القطاع العام الكثير من الدول من معوقات وضعف شديد وعدم فاعليته في إنجاز الدور المنوط به، بل أصبح يمثل عبئا ماليا وإداريا على جهاز الدولة.

يمكن إعطاء مفهوم خوصصة المؤسسات العامة بأنه الانتقال التام أو الجزئي للملكية العامة لصالح الخواص أو تمكينهم بموجب عقد من إدارة المؤسسات مع بقاءها مملوكة للدولة، وتعتبر الخوصصة أحد الدعائم المستعملة للانتقال إلى اقتصاد السوق سعيا لتقليص حجم الدولة وعملا على ترشيد الإنفاق العام ورفع كفاءة المؤسسات[1].

لقد أصبح مفهوم الخوصصة أكثر شيوعا في عدة دول من العالم، فقد أصبحت غالبية الدول الصناعية معنية بها، والتي شهدت تطورا كبيرا في عمليات الخوصصة في سنوات الثمانينات والتسعينات، إضافة إلى تبني عدة دول نامية خوصصة قطاعها العام منذ نهاية الثمانينات وتجدر الإشارة إلى أنه يقدر حجم ما تم خوصصته في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) حوالي 2.6 مليار دولار سنة1988 ليصل إلى5.5 مليار دولار في سنة 1997[2].

2- الأسباب والدوافع الرئيسية لخوصصة البنوك:

هناك عدة أسباب و دوافع عجلت بضرورة تطبيق خصخصة البنوك لعل من أهمها ما يلي[3]:

- تغير طبيعة النشاط المصرفي بعد تراجع أهمية الخدمات المصرفية التقليدية وظهور أنشطة جديدة في إطار ما يسمى بالبنوك الشاملة مثل الصيرفة الاستثمارية، وإدارة الأصول والتوريق، وخدمات التأمين.
- تزايد اتجاه الأفراد إلى تحويل مدخراتهم في البنوك إلى أدوات استثمار في سوق المال بشكل مباشر أو من خلال صناديق الاستثمار سواء التابعة للبنوك أو الشركات.
- التوسع في الخدمات الإلكترونية المصرفية.

---

(1) عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر2003، ص237.

(2) بدواي مصطفى، المنظمة العالمية للتجارة وتحرير الخدمات المالية المصرفية –حالة الجزائر–، كلية العلوم الاقتصادية جامعة البليدة2004، ص163.

(3) محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر2005-2006، ص187.

3- الأهداف المتوقع تحقيقها من خوصصة البنوك:

بالإضافة إلى الدوافع المختلفة لخصخصة البنوك، هناك العديد من الأهداف المتوقعة تحقيقها من هذا النوع من الخصخصة لعل أهمها ما يلي[1]:

- تعميق المنافسة في السوق المصرفية وتحسين الأداء المصرفي في اتجاهات عديدة، سواء في ابتكار واستحداث خدمات مصرفية بأقل تكلفة وأحسن جودة وبأعلى إنتاجية وبسعر تنافسي وفي أسرع وقت ممكن.

- تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع قاعدة الملكية،حيث أن خوصصة البنوك العامة من خلال طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية تساعد على زيادة المعروض من الأوراق المالية ،ومن ثَمّ زيادة سعة السوق وتعميقها وتطويرها.

- ترشيد الإنفاق العام وإدارة أفضل للسياسة النقدية، فتخفيض سيطرة الدولة على البنوك العامة قد يدفع الحكومة إلى ترشيد إنفاقها العام، كما أن خصخصة البنوك تتيح إدارة السياسة النقدية بطريقة غير مباشرة مثل استخدام عمليات السوق المفتوحة وبكفاءة أكبر في ظل وجود سوق أوراق مالية متطور.

- تحديث الإدارة وزيادة كفاءة أداء الخدمات المصرفية، فخصخصة البنوك تتيح حرية الإدارة في اتخاذ القرارات سواء في مجال الاستثمار أو أداء الخدمات المصرفية أو المساهمة في دعم أسواق المال والنقد، فالبنوك تخضع لعوامل المنافسة والتطوير المستمر في التكنولوجيا والعمل المصرفي وهي في حاجة شديدة إلى تحرير الإدارة وزيادة درجة استقلالها بعيدا عن التدخل الحكومي.

الفرع الثاني: شروط وضوابط خوصصة البنوك.

إذا كان هناك أسباب ودوافع وأهداف لخصخصة البنوك العامة فإن هناك العديد من الضوابط التي تكفل نجاح خصخصة البنوك لعل أهمها[2]:

- تهيئة البيئة القانونية والتشريعية المناسبة لسياسة الخوصصة خاصّة تلك التي تنظم حقوق الملكية، تملك الأجانب، وتأسيس البنوك والشركات والاستثمار الأجنبي وحوافزه وتحويل حصص الأرباح.

- ضرورة تأكيد استقلالية البنك المركزي وزيادة قوته بفاعلية، فالخوصصة يجب أن تتم بما لا يخلّ بضروريات الرقابة على المؤسسات المصرفية.

- إن خوصصة البنوك العامة تتم تدريجيا وجزئيا، وأنّه يجب تأجيل عملية خوصصة البنوك العامة لإجراء المزيد من الدراسة والتأهيل[3].

- ضرورة الإسراع بإصدار قانون دعم المنافسة ومنع الاحتكار الذي يطبق على القطاع المصرفي.

- تفعيل نظام التأمين على الودائع حتى تزداد قدرة البنوك على المنافسة وتحقيق الأرباح ومواجهة المخاطر، وزيادة ثقة المودعين في النظام المصرفي ككل.

---

(1) عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك،ص (222-223).

(2) محمد زميت، مرجع سبق ذكره، ص188.

(3) د. طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص213.

- أن يحتفظ البنك المركزي باحتياطات مرتفعة من النقد الأجنبي لمواجهة أي صدمات أو أزمات في سعر الصرف وتلبية احتياجات البنوك من النقد الأجنبي.

- العمل على تطوير النظام المصرفي ليكون أكثر تكيّفا مع العولمة من خلال التّوسع في استخدام أحدث أدوات التقنية المصرفية سواء على مستوى تأدية الأنشطة الداخلية أو على مستوى تقديم الخدمات المصرفية.

إنّ نجاح برنامج الخوصصة يتوقف على ضرورة توفير الشفافية عند تناول حقائق الموقف الاقتصادي وموقف البنوك المطروحة للخوصصة من أجل تدعيم الثقة بين الدّولة والمستثمرين.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل نستخلص أن العولمة في دلالتها اللغوية تعني جعل الشيء عالميا بمعنى جعل العالم كله وكأنّه في منظومة متكاملة أمّا اصطلاحا فإنّ العولمة هي عملية تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي، إذ أنّ العولمة تتسع لتشمل الاقتصاديات القومية، والعولمة في الأصل ليست بالظاهر الحديثة وإنما ترجع جذورها إلى بداية القرن 15 وقد شملت جميع المجالات السياسية، الثقافية والتكنولوجية والعولمة الاقتصادية بشقيها المالي والتجاري ولقد ساهمت عدّة عوامل في انتشارها مثل انخفاض القيود على التجارة والاستثمار، التكتلات الاقتصادية وتعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات...، ومن بين الأطراف المشاركة في تكريس العولمة نجد كل من صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، المنظمة العالمية للتجارة وكذا الشركات المتعددة الجنسيات التي كرست بشكل كبير العولمة المالية، وتعني هذه الأخيرة خلق سوق وحيدة لرؤوس الأموال على المستوى العالمي كله مرتبط بعولمة أسواق السلع والخدمات وبدورها ساهمت في تنامي العولمة المالية عدة عوامل تنامي الرأسمالية وعجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية، وظهور ابتكارات مالية بالإضافة إلى التحرير المالي المحلي والدولي وغيرها، ولقد ساعدت العولمة المالية من خلال عملية التحرير المالي في تدفقات كميات كبيرة من رؤوس الأموال ومن ثم الاستثمار وجني الأرباح إلى أن نجم عن عولمة أسواق المال مخاطر فيما يتعلق بالتقلبات الفجائية لرأس المال وكذا المضاربات، وكذا تأثر النظام المصرفي بهذه الظاهرة بحيث برزت إلى الوجود كيانات مصرفية جديدة لم يكن لها وجود سابقا، وهذه الكيانات هي البنوك الشاملة بالإضافة إلى انتشار ظاهرة الاندماجات بين البنوك الصغيرة والبنوك الكبيرة وعملية خصخصة البنوك العمومية التي شملت الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء وما يلاحظ أن الدول النامية بعيدة كل البعد عن هذه التغيرات.

◆◆◆

الفصل الثاني:

الأسواق المالية الناشئة

تمهيـــد:

أصبح للأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك للمهام المنوطة بها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز الاقتصادي، مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة لها.

إن سوق المال بتنظيماته وتصنيفاته المختلفة يمثل ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في الاقتصاديات ذات الحرية الاقتصادية، ولقد برز هذا السوق أكثر فأكثر في العقد الأخير من القرن العشرين نتيجة لتطور الفن المالي وتكنولوجيا المعلومات، وظهور الأدوات المالية المستحدثة وزيادة التعاملات على المشتقات المالية بكل أنواعها..، مما زاد معه حجم التعامل ازديادا مطردا أدى إلى ظهور ما يعرف بالأسواق الناشئة في الاقتصاديات النامية، التي استطاعت أن ترتقي إلى مصاف الأسواق المتقدمة والتي أصبح لها دورا فعالا في تحريك الأسواق العالمية، كما حظيت بقدر كبير من التدفقات الأجنبية وأصبحت أرض خصبة للاستثمار دون غيرها من الاقتصاديات وكان ظهور هذه الأسواق يرجع إلى حركة التحرير المالي الذي أفرزته العولمة المالية، وأول من قام بتحرير حساب رأس المال الدول المتقدمة صاحبة الفكرة والتي هدفت من خلاله إلى تعظيم أرباحها وتقليل مخاطره وذلك في الاستثمار في أكثر من سوق اعتمادا على نظرية التنويع، فقامت الدول المتقدمة بإتباع إجراءات معينة تختلف من دولة لأخرى لتحرير أسواقها المالية لتتبعها بعد ذلك الاقتصاديات الناشئة خاصة اقتصاديات جنوب شرق آسيا إذ قامت كل دولة بتهيئة الأرضية التي تمكنها من اجتذاب أكبر قدر من التدفقات المالية وأيضا يمكنها من استثمار فوائضها المالية في الأسواق العالمية، سيتم تبيان مؤشرات أداء الأسواق المالية بنوعيها المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق، والمؤشرات المرتبطة بالعوائد التي من خلالها يمكن قياس أداء السوق.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول يتناول الإطار النظري للأسواق المالية، أما المبحث الثاني فتناول مختلف الأوراق المالية المتداولة داخل الأسواق المالية، أما المبحث الثالث، فتم التطرق من خلاله إلى ماهية الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الأول: الأسواق المالية وظائفها وتصنيفاتها.

تشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على آليات السوق والقطاع الخاص في التمويل الاقتصادي، ولقد برز دور الأسواق أكثر فأكثر في الاقتصاديات المعاصرة كإحدى الآليات المهمة لتجميع وتعبئة الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز الاقتصادي.

المطلب الأول: التمويل عن طريق الأسواق المالية ومراحل تطوراها.

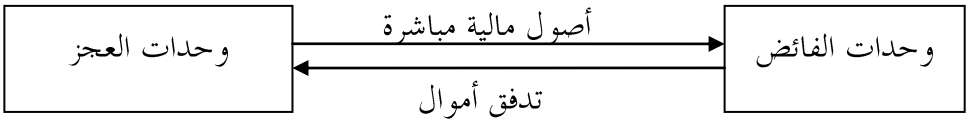
تلعب الأسواق المالية دورا كبيرا في تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية عبر مراحلها التاريخية وسنحاول من خلال هذا المطلب تبيان مختلف آليات التمويل في الأنظمة المالية الحديثة ومختلف مراحلها التاريخية التي مرت بها.

الفرع الأول: آليات التمويل في الأنظمة المالية الحديثة.

يعبر النظام المالي عن مجموع المؤسسات المالية والأعوان الماليين وغير الماليين التي توفر فائض الموارد للقطاعات ذات العجز الاقتصادي، ويوجد أسلوبين للتمويل وهما التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

1- التمويل المباشر: يجري التعامل مباشرة ما بين المقرضين (وحدات الادخار) والمقترضين (وحدات العجز) دون وساطة لطرف أخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة (أسهم وسندات، وثائق أخرى) لصالح المقرض، وتدعى الالتزامات المالية في حالة التمويل المباشر بالأصول المالية المباشرة أو الأولية (premery Securities) لأنها تنتقل من صاحب الالتزام إلى (DU) إلى صاحب الحق(SU)[1]، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم(02): آلية التمويل المباشر



المرجع: د.محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات**، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن 2005، ص40.

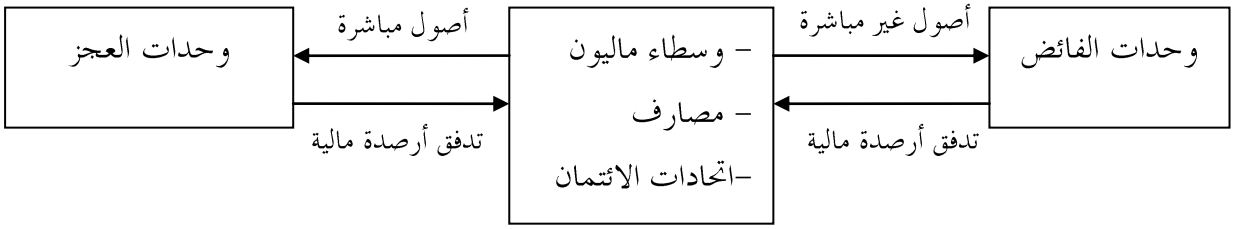
ولهذا تعرف الاقتصاديات التي تلجأ إلى هذا النمط من التمويل باقتصاديات الأسواق المالية حيث تلعب هذه الأخيرة دورا أساسيا في تنشيط كافة النشاط الاقتصادي.

2- التمويل غير المباشر: يعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة"Financial Intermediary" وراء هذا الشكل من التمويل وتشمل هذه المؤسسات الوسطية بنوك تجارية، شركات تأمين، الائتمان، التمويل، مصاريف الادخار، مؤسسات الادخار التعاقدي.....، حيث تساعد المؤسسات المالية الوسيطة على إلتقاء مرن

(1) د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق- بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع عمان- الأردن 2005، ص39.

ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض يتجاوز مجرد التوسط (السمسار والتاجر) بل إصدار أصول مالية غير مباشرة* "scondary Securities" لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة (primary Securities)[1] من الوحدات ذات العجز كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (03): آلية التمويل غير المباشر



المرجع: د.محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية:مؤسسات - أوراق- بورصات**، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن 2005،ص41.

وتعرف الاقتصاديات التي تلجأ إلى هذا النمط من التمويل باقتصاديات المديونية.

3- اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية:

ترجع التفرقة بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية إلى الاقتصادي "J.Hicks " الذي صنف الاقتصاديات الحديثة إلى اقتصاديات استدانة واقتصاديات الأسواق المالية.

يتميز اقتصاد المديونية بسيطرة أسلوب التمويل غير المباشر على النظام المصرفي في تمويل الاقتصاد، ويعتمد بالدرجة الأولى على القروض بسبب ضعف معدل التمويل الذاتي وضيق السوق،كما يتميز بمعدلات فائدة بعيدة عن تلك السائدة في السوق، إلا أن أهم ما يتميز به اقتصاد المديونية ظاهرة الكبح المالي والتي تعبر عن المستوى المرتفع للقيود على القطاع المالي وضعف السوق المالي، أما اقتصاد الأسواق المالية هو الاقتصاد الذي يعطي دور مهم للأسواق المالية في عملية تمويل النشاط الاقتصادي مقارنة باقتصاد المديونية[2] وهذا لا يعني تهميش دور الوساطة في التمويل، وأهم ما يتميز به اقتصاد الأسواق المالية ما يلي[3]:

- وجود منافسة بين المؤسسات المالية مما يؤدي إلى وجود أسعار فائدة تحدد عن طريق قوى السوق.
- دور الوسيط المالي هو تقديم الخدمات المالية المختلفة وليس في منح القرض.
- تمويل الاستثمارات يخضع لعامل ربحيتها الذي يجب على الأقل أن يفوق سعر الفائدة.
- تلعب القروض دور تكميلي في التمويل.
- الوسطاء الماليين يمكنهم الحصول على التمويل بالتدخل مباشرة في السوق المالية.

---

* الأصول غير المباشرة: الصكوك، حسابات الادخار، التأمين والضمان، حصص الصناديق المشتركة....

(1) نفس المرجع، ص42.

(2) Gilbert Koening , analyse monétaire et financière, édition Economica, Paris, 2000, p25.

(3) Ben Halima Ammour, la monnaie et la régulation monétaire en Algérie, édition Dahleb, Alger 1997, P12.

- السوق النقدي مفتوح نسبيا أمام الأعوان الماليين وغير الماليين.
- السوق النقدي هو لإعادة تكوين السيولة البنكية.

إلا أنّ أهم ما يتميز به اقتصاد الأسواق المالية هو ظاهرة التحرير المالي، الذي يمكن من جلب المدخرات للاقتصاد بوضع أسعار فائدة حقيقية موجبة والتي تساعد على تعبئة المدخرات عموما.

الفرع الثاني: التطورات التاريخية للأسواق المالية.

لم تنشأ الأسواق المالية القائمة اليوم بهياكلها وإداراتها ونظمها هكذا مرة واحدة وإنّما هي نتاج تاريخ طويل من التطور، ويمكن بيان أربع مراحل لنشأتها وتطورها، وهذا بالرغم من صعوبة الفصل الكامل بين هذه المراحل الأربعة، لأنها تتميز بدرجة من التداخل وبقدر من الاندماج وبشيء من التشابه في الخصائص والمقومات، ولكن تبقى دائما من الناحية النظرية، إمكانية تقسيم نشأة سوق الأوراق المالية إلى المراحل التالية[1]:

1 – مرحلة قيام بورصات البضائع: إنّ وجود الأسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سابق لقيام الأسواق المالية المتخصصة والمنظمة بفترة طويلة جدا، فلقد أنشأ الرومان ما يسمى "بكوليجيم ميركاتور" لاجتماع التجار، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، وذلك في القرن الخامس قبل الميلاد، كما كان في المدن العربية والإسلامية الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة و سمرقند حي للتجار "بازار"يعرض فيه التجار سلعهم ويتفقون فيه على الأسعار وقد أنشئت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 على جسر يعرف باسم جسر الصرافة، واتخذت البورصة إسمها منه. أما أول بناء أُنشيء للبورصة وعرف باسم بناء مدينة انفرس في بلجيكا وكان ذلك في عام 1460. ثم توالى إنشاء بورصات البضائع حيث قامت بورصة نيويورك عام 1792، فبورصة روما عام 1821 ثم بورصة جنيف عام 1850.

2 – مرحلة التعامل في الأوراق التجارية: بدأت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا " فيليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف، أما في انجلترا ومنذ عام 1688 كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري وكذلك في أسهم شركات الهند الشرقية وبعض الشركات، وتأتي أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة.

3 – مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي: بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما أخذت الحكومات تقترض من الجماهير، وكذا عندما لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات، ولقد تأسست شركة الهند الشرقية في عام 1599 وطرحت أسهمها للتداول إلا أن الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض كانت عندما اصدر الملك "وليام الثالث" في عام 1693 قرارا حول سندات القرض التي أصدرتها من قبل، منح من خلالها مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار إمكانية تحويل الحق في صك الاستثمار وكان التعامل في

(1) د. أحمد بوراس ، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر 2002-2003، ص(67-68).

هذه الصكوك يتم في الطرقات والمقاهي، حيث أنّه وقبل افتتاح بورصة لندن وبعد خروج المتعاملين من البورصة الملكية للبضائع كان المتعاملون في الأوراق المالية يجتمعون في ممر بورصة البضائع صيفا، وفي الشتاء والأيام الممطرة يجتمعون في مقهى "جوناثان ".

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فإن التعامل بدأ في عام 1725 في وول ستريت"Wall street" في نيويورك ثم تحول في نفس الشارع تحت شجرة بتن وود"Button wood tree "

4 – مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها: لقد أدى التطور الصناعي والتكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد وحده تحمل الأعباء المالية المترتبة عليها، ومع نمو الاقتصاد وزيادة المداخيل ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية. هذا التطور بالإضافة إلى رواج وازدهار التعامل في الأوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة وكذا ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، واستجابة لهذه الضرورات استقلت أهم الأسواق المالية بمبانيها وطورت نظمها على النحو الذي يخدم الأهداف والمهام التي أنشأت من أجلها.

المطلب الثاني: ماهية الأسواق المالية خصائصها ووظائفها.

تتميز الأسواق المالية بمجموعة من التعاريف المختلفة ومن الخصائص والوظائف بالإضافة إلا أن قيام أي سوق مالي يتطلب مجموعة من الشروط وكل هذا سنتطرق له في هذا المطلب:

الفرع الأول: تعريف السوق المالية.

تعبر السوق المالية عن جملة من الأماكن التي يتم فيها التفاوض والتبادل المتعلقان برغبات العرض الخاصة برؤوس الأموال (طويلة الأجل عادة) والتي يمثلها مجموع المدخرين مع رغبات الطلب عليها التي يمثلها مجموع المستثمرين[1].

كان هذا التعريف السائد إلى غاية بداية التسعينات، إلا أنه بتزايد درجة الانفتاح الاقتصادي والتطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات في العقد الأخير والتي سمحت بتطور كبير في ميدان الأسواق المالية مما فتح المجال لإعادة صياغة تعريفها وذلك لإلمامها بما هو أكثر، إذ عرفت على أنها"وسيلة ينتفي فيها شرط المكان ويلتقي خلالها المدخرون والمستثمرون والبائعون والمشترون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المالية أو المهتمين بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي سواء كانت حقيقية أو مالية أو نقدية، وذلك بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة استنادا إلى قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حدٍ ما حتى العادات والتقاليد والأعراف المعتمدة محليا أو دوليا" [2].

كما يميل بعض الكتاب المعاصرين في ظل التغيرات العالمية الحديثة إلى اعتبار أن السوق المالية هي مرادف للبورصة، أي أنها جملة الفضاءات التي يلتقي فيها العرض والطلب حول القيم المالية المختلفة، معظم الكتابات التي جاءت بعد سنة 2001 تعتبر أن السوق المالية ليست سوى مقطورة تنقاد تبعا لمسار القاطرة الأمامية التي هي

---

(1) Bernard Bellettante, dictionnaire de la bourse, édition Hatier, paris 1998, p12.

(1) كاكا مولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان 2003 ص58.

البورصة، وهذا ما يبرزه البروفيسور والباحث الاقتصادي" Frank.boenlk"، من خلال بحثه الصادر في نهاية 2003 بجامعة "Notre dame" الفرنسية، مؤكدا على الخطأ السائد الذي يعتبر بأنّ البورصة جزء من السوق المالية أو تعتبر وليدتها جازما بالعكس، وداعما قوله بأن الأسواق المالية وجدت لإسناد البورصة وأن غياب هذه الأخيرة سيلغي جزءا كبيرا من هذه الأسواق [1].

ومما سبق وبعيدا عن الجدل القائم يمكن اعتبار أن سوق المال هو دعامة أساسية لا يمكن أن تقوم الاقتصاديات المعاصرة دونها، نظرا لما تقوم به من تعبئة وتوجيه للادخارات من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز الاقتصادي، والسوق المالية بمعناها الواسع هي الآلية التي من خلالها يلتقي الطلب والعرض على رؤوس الأموال الطويلة والمتوسطة الأجل والقصيرة الأجل، بمعنى أنها تمثل كل السوق التمويلية للاقتصاد بوساطة مالية مختلفة منها البنوك التجارية، بنوك الاستثمار والأعمال، إلا أن أهم ما نجد فيها بورصات رأس المال التي تمثل محور العملية الاستثمارية، حيث تقوم بتحويل السيولة النقدية إلى أدوات تستثمر لفترات طويلة نسبيا، وتحمل عوائد مستمرة، مما يجعل سوق رأس المال محررا لصحة الاقتصاد كونها تعكس مستوى الانتعاش والركود فيه [2].

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية.

إن الأسواق المالية هي أسواق بيع وشراء الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق النقدي وسوق رأس المال على أساس كون الموجودات التي يتم تناولها في كل منها طويلة أو قصيرة الأجل، ومعظم المؤلفات تشير إلى أسواق الأوراق المالية على أنّه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل كما أن هناك عنصر آخر في حساب سوق الأوراق النقدية هي بين السوق الأولية والسوق الثانوية، ويتم تداول الأوراق المالية لأول مرة[3].

ويمكن ذكر بعض خصائص الأسواق المالية وهي[4]:

1-أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين وفي السوق غير النظامي (الموازي)، إذ يتم تداول الأوراق المالية لمؤسسات غير مسجلة في قوائم السوق، لذلك في معظم البلدان هناك أدوات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في السوق المالي وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

2-إن التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم، والمنافسة التامة ومنه تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

---

(1) http/www.notredame.univ.com/bs.m/phd2005.

(2) Guy Gaudanume & Jean Montier, Banque et marchés financiers, édition, Economica, Paris1998, p230.

(3) د.عبد النافع الزرري ود.غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن 2002 ص34.

(4) د.جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان– الأردن 2002 ص (37– 38).

3-التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة من ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاءة المالية التي تتوفر فيهم.

4-نظرا للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصال فهذا يعطي خاصية للأوراق المالية نظرا لكونها تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق واسعة وتتم بها صفقات كبيرة وقد يتسع نطاقها على أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت.

5-أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أنحاء العالم.

6-الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالتالي فإنّ الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد تكون ذو أبعاد سلبية، مما يؤدي في بعض الأحيان إلى تدخل الحكومات لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.

الفرع الثالث: الوظائف الاقتصادية للسوق المالية.

يمكن إجمال الوظائف الاقتصادية للسوق المالية في العناصر التالية[1]:

1-حلقة تمويل الاقتصاد الوطني: وذلك من خلال تمويل جزء من الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار ويتم ذلك عن طريق جمع رؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يتمتعون بقدرات وفوائض مالية وتقديمها في شكل موارد مالية طويلة الأجل لصالح المؤسسات والإدارات العمومية لسد حاجتهم للتمويل وتغطي عجزهم المالي، حتى ولو لم تكن السوق المالية هي المحتكر الوحيد لهذه الوظيفة، إلا أن مساهمتها تتميز في النقاط التالية من خلال رأس المال طويل الأجل الذي تجمعه، والذي يعتبر ذو أهمية بالغة في زيادة التمويل الذاتي، إنشاء حلقة مباشرة بين المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم والمستثمرين الذين هم بحاجة لهذه الأموال، الدعم المستمر الذي تقدمه لمحيط الاقتصاد الكلي الذي يتميز بمراحل مضطربة.

2-تنظيم السيولة المدخرة واستثمارها لأجل طويل: وهي وظيفة مكملة للأولى، وتكمن في حماية الادخار من خطر التجميد، فالمدخر يخشى من عدم القدرة على تحويل مدخراته بسهولة إلى سيولة، وهو ما توفره السوق المالية، حيث أن الحائز على الورقة المالية يستطيع من تلقاء نفسه بيعها إلى مستثمر آخر دون قيود، يتطلب تنظيم السيولة إيجاد مقابل لعمليات المتدخلين، وفي غياب هؤلاء لا تصبح السيولة متاحة إلا بوجود سوق واسعة بما فيه الكفاية قد تصنع أو تبطئ تلبية أغراض المدخرين والمستثمرين.

3-قياس قيم الأصول: تعتبر السوق المالية وسيلة قياس فريدة من نوعها لقيمة المؤسسة التي بلغتها حيث يتم نشر أسعار كل القيم المنقولة في كل حصة تعقد في البورصة، وتعتبر تسعيرة البورصة إلى جانب تقنيات التنظيم الأخرى (تحليل الميزانيات، استشراف مستقبل المؤسسة في السوق، تقدير وسائل الإنتاج...) طريقة سهلة التحديد، حيث أن مجموع قيم الأوراق المالية للمؤسسة في البورصة يساوي لمجموع قيمتها وتلقى اعتراف من قبل كل من يهمه

---

(1) A.choinel & G.royer, le marché financier: structure et acteurs 6eme Ed Banque édition, Paris, 1998 p (43- 46).

معرفة قيمة المؤسسة (البنوك، إدارة الضرائب، المستثمرين...) فالعلاقة التي تربط المؤسسة بالبورصة هي أسعار أسهمها وسنداتها التي تعكس وبصدق إلى حد ما كفاءة السوق المالية.

4-تحويل الهياكل الصناعية والتجارية: تتيح السوق المالية للمؤسسات والمستثمرين باقتناء حصصا من رأس مال الشركات المقيدة في البورصة، عن طريق شراء أسهم وسندات هذه الأخيرة، هذه العملية تسمح بالسيطرة والاستيلاء على شركات برمتها أو على أحد فروعها، وبالتالي انتقال ملكية الشركات من مالك لآخر، وظهور شركات أخرى ضخمة تجمع العديد من المؤسسات، خصوصا الصغيرة منها والمتوسطة، هذه العملية تسمى " حركة الهياكل الصناعية " وبورصة القيم المنقولة تساعد وتسهل إتمامها.

5-وظيفة تداول الأخطار: إنّ الابتكار الحاصل في الأسواق المالية، خاصة ما يسمى بالمنتجات المشتقة جعلت من هذه الأسواق مكان لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديين، كذلك التنويع في الأوراق المالية يسمح بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر (الأخطار المنتظمة les risque systématique)، ونشير إلى أن هناك عدة دراسات ونظريات حول أخطار السوق المالية وعوائدها أبرزها نظريات(ماركو فيتز Markowitz)، نظريات(شارب Sharp).

المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية.

لقد أثبتت الأسواق المالية من خلال الفترات الطويلة الماضية دورها الفعال في كافة الاقتصاديات التي وفرت الشروط الأساسية لإنجاحها، حيث أصبحت تعكس الوجه الحضاري لها، مما جعلها تحظى بأهمية قصوى في هذه الاقتصاديات.

الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين أسواق رأس المال:

لنجاح سوق رأس المال في بلد ما لابد من توفر مجموعة من الشروط والتي يمكن أن نوجز أهمها فيما يلي[1]:

1- زيادة عدد المؤسسات الموجودة في الدولة: ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عملية الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة، وتعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزء هاما من عملية التنمية الاقتصادية، والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي، لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص وبالتالي تتحول المدخرات في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم دون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، ومن هنا يتطلب من هذه المؤسسات ما يلي:

- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية.
- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان- الأردن2005، ص(13-15).

- زيادة عدد فروع المؤسسات المصرفية.

2- تحويل المدخرات إلى استثمارات: يعتبر السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات حيث يعد السوق بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في سندات، وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

- اقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم شركات قوية مساهمة.

- إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغ من المال وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

3- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة وكذلك تنسيق الأنظمة والقوانين المعمول بها بين الدول: ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى، مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة، ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية كاتفاقيات تجنب الازدواج الضريبي واتفاقيات التعاون لتحصيل الضرائب.

4- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي يحتاجها لتوظيف أمواله، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صيغة جدية ويتطلب حذف البيانات غير الصحيحة.

5- وجود حد أدنى للاستقرار السياسي داخل الدولة: وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل كما يعتبر عاملا مهما لجلب رؤوس الأموال الأجنبية وكذلك توفر التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية.

تكمن الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية في ما يلي[1]:

1- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورها الفعال في رفع عوائد المدخرات التي تصبح موارد تمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات.....

2- تعد السوق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية وذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل ولإيصال الناتج الراهن للاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة بربط الأطراف الدائنة (ذات الفائض) بالأطراف المدينة(ذات العجز).

---

(1) كاكا مولا هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص(34-35).

3- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية الطويلة الأجل إذ يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات إيداع مصرفية قصيرة الأجل إلى جانب الأسهم والسندات اللتان هما ضمن أسواق رأس المال مع أسواق العملات، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام هذه الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها، وهذا يسهم في تحقيق تراكم مصادر التمويل لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال.

4- من المهام الأساسية للسوق المالية ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب مهم من عوائد الأدوات المالية والذي تم تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارات الأسواق المالية وخاصة عند توجيه حركات المضاربة والحد من المبالغة في حركات الأسعار، وهكذا تكون الأسواق المالية بمثابة الأسواق القيادية في الاقتصاديات ذات الحرية، حيث تُسهم في الحفاظ على استمرار الآلية النظامية للأسواق اتجاه حركات الأسعار.

5- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

6- ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة والتي تتمتع بمرونة عالية اتجاه حركة الأسعار والتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية والاتصالات، فكلما تيسر أكثر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق، والتي يزداد دورها فيتوسع نطاق المبادلات في تكثيف معدلاتها وهنا يظهر ما يعرف بالأسواق المتسمة بالكفاءة، وقد استمدت هذه الصفة من الأسواق النقدية والتي عرفت بـــ "Efficient Money Market EMM" وذلك للسرعة التي تنتشر بها المعلومات الجديدة، فتقيم الأدوات بشكل ملائم في وقت ما، وتقوم هذه السوق على فرضية أساسية وهي وجود عدد كبير من المستثمرين الباحثين على أقصى الأرباح ومن المهتمين بتحليل هذه الأدوات.

7- نشر سلوك الاستثمار وذلك من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية من عرض للأسهم والسندات ولأدوات مالية أخرى يصدرها المستثمرون أو وسطائهم، بغرض تمويل المشروعات أو اعتماد تسهيلات متداولة مما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية.

8- إحكام الرقابة على إدارة الشركات: تُسهم الأسواق المالية المتطورة في إحكام الرقابة على الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة بتقييم أداء المنشآت والمشاريع علاوة على توجيهها، ومن هنا يمكن أن نشير إلى وجود علاقة تكامل بين أجهزة الوساطة المالية والسوق المالية وليس علاقة تبادل، ومن ثم فإن الدول التي تحظى بأسواق أوراق مالية متطورة تتمتع أيضا ببنوك متطورة وأجهزة وساطة غير مصرفية متطورة[1].

9- حلقة وصل بين الاستثمار والادخار: تقوم الأسواق المالية بتوجيه الادخار إلى الأشخاص والمؤسسات وفي نفس الوقت تقوم بتقدير أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية (أسهم وسندات) ويكون ذلك وفق الآلية التالية[2]:

- تصب الادخارات في الأسواق المالية من جانب الوحدات الاستهلاكية التي تدخر جزء من دخلها (مكمل للإنفاق الاستهلاكي)، ومن جانب الوحدات الإنتاجية التي تدخر جزء من عوائدها.

---

(1) شدا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص 54.

(2) علي عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار حامد، عمان 2004 ص 66.

– تقوم الأسواق المالية بتخصيص هذه الادخارات باتجاهين الأول باتجاه الاستثمار حيث تقوم الوحدات الإنتاجية باستخدام هذه الأموال، والثاني لما تقوم الوحدات الاستهلاكية باستخدام القروض مما يجعلها تعمل كحلقة وصل بين المستثمرين والمدخرين.

إن أهمية الأسواق المالية تختلف من اقتصاد لأخر، فإذا كانت الاقتصاديات متقدمة ومندمجة هيكليا وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة فهنا تكون ذات أهمية كبيرة لما تقوم به من تعبئة وتوجيه للموارد المالية مما يجعلها المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في هذه الاقتصاديات[1].

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة على وجود علاقة وطيدة تربط مستوى تطور سوق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي ومنها دراسة (كنبج) الذي خلص إلى وجود ارتباط قوي بين الزيادة السنوية المتوسطة لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والمستوى المتوسط لتنمية القطاع المالي والدراسة التي قام بها كل من روس ليفين وسارة زيو فوس "Ross levene et Sara zervos"سنة 1996، حيث استخدمت هذه الدراسة عدة مؤشرات للدلالة على نمو سوق رأس المال، منها معدل القيمة السوقية ومعدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدل الدوران، أما متغيرات النمو الاقتصادي فتمثلت في متوسط الدخل الحقيقي، الاستهلاك الحكومي، معدل التضخم، عدم الاستقرار السياسي، حجم السوق السوداء، وخلصت الدراسة إلى وجود ارتباط موجب بين النمو المالي ومتوسط الدخل الحقيقي، ويمكن أن نوضح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(04): علاقة تطور البورصات بمراحل النمو الاقتصادي.

نمو اقتصادي مرتفع مع تخلف السوق	نمو اقتصادي مرتفع وأداء متوسط للسوق	السوق متقدمة مع نمو اقتصادي عالي	عالي
نمو اقتصادي متخلف مع تخلف السوق	سوق متوسط الأداء مع نمو اقتصادي متوسط	سوق متقدمة مع نمو اقتصادي محدود	متوسط
نمو اقتصادي منخفض مع تخلف السوق	أسواق متوسطة الأداء مع نمو اقتصادي محدود	نمو اقتصادي منخفض مع سوق متطورة	منخفض
منخفض	متوسط	عالي	

المصدر: فريد النجار، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شهاب الجامعة 1999، الإسكندرية ص141.

(1) نفس المرجع، ص67.

المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية.

نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به الأسواق المالية فقد ظهرت هناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم فمنها من يعتمد على طبيعة المعاملات، وتوقيت إصدارها وكذلك المتدخلين في هذه السوق، وكذلك يمكن النظر إلى الأسواق المالية من حيث درجة تنظيم السوق وكذا من حيث الأوراق المتداولة فيه وآجاله.....إلخ.

الفرع الأول: حسب طبيعة عمل السوق وتوقيت الإصدار.

وفقا لهذا المعيار نجد التقسيمات التالية[1]:

1.السوق الأول أو سوق الإصدار(primary market): هي السوق التي تختص بإصدار الأوراق المالية الأسهم والسندات والأسهم الممتازة، ولذلك يطلق عليها أيضا سوق "الإصدار" (وتختص بها الجهات المخول لها منح تراخيص الشركات مثل مصلحة الشركات والهيئة العامة للاستثمار).

وهذا السوق يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي مثال عندما تعتزم شركة ما طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام، أو حين تقوم شركة قائمة أصلا بإصدار سندات جديدة وأسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي.

2.السوق الثانوية (secondary market): هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعا عبر السماسرة والوسطاء، ولذلك يطلق عليها سوق التداول (البورصة)، ويتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي تم التداول بها بين المستثمرين، طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ الاستحقاق فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ. ويقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق[2]:

أ– سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.

ب– سوق يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية.

ت– سوق ثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت أمام جمهور العملاء في هذه السوق، فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى (صناديق المعاشات، الأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية).

ث– سوق رابعة: ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، والتي يكون الهدف منها كإستراتجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة

---

(1) Benhalima Ammour, pratique des technique bancaires, édition Dahleb, Alger 1997, p(114 -115).

(2) د. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع والإعلان، عمان– الأردن 2008، ص21.

واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التيلوفونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي السوق الرابعة يتم فيها إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

الفرع الثاني: حسب أجال العمليات.

استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين يتمثلان في[1]:

1.السوق النقدي: يعرف السوق النقدي بأنه الإطار الذي يتم تداول فيه الأوراق المالية قصيرة الأجل وتمتاز هذه السوق بقدرتها على جلب المدخرات السائلة وخلق الاستثمارات قصيرة الأجل، وتعتبر المصارف المركزية والمصارف التجارية والمؤسسات المالية الكبرى أو بيوت الخبرة أو الوساطة المكون الرئيسي لهذه السوق، نظرا لما تمتاز به من ملاءة وحجم أموال ضخمة وتكاد تكون المخاطرة شبه معدومة أما نسبة الهامش فهي منخفضة جدا إلا أن ضخامة الأسواق تعطي عائدا مقبولا، لذا نجد الأفراد العاديين والمؤسسات الصغيرة لا تقبل على هذه السوق ولا يهتمون بها لعدم قدرتهم على توفير الكم الهائل والضخم من الأموال، وبالتالي نجد هذه الأسواق تمتاز بدرجة عالية من الأمان وبقدر كبير جدا من السيولة والمرونة العالية، الأمر الذي يجعل استثمار الأموال بها سهل الاسترداد إما لقصر الفترة الزمنية أو لسهولة تسييل الأصول المستثمرة فيها هذه الأموال.

2.سوق رؤوس الأموال: تعرف على أنها الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) بين البائعين والمستثمرين وتمتاز هذه السوق بحسن التنظيم، ويتوقف نجاحها على مدى توفر المدخرين والمناخ الاستثماري من حيث الكفاءة الأساسية في الاقتصاد ومدى ملاءمة التشريعات الخاصة بالاستثمار.

الفرع الثالث: من حيث درجة تنظيم السوق.

تقسم السوق المالية حسب هذا المعيار إلى ما يلي [2]:

1-السوق المنظمة: السوق المنظم " organized market " على عكس السوق غير المنظم يتسم بأن له مكان محدد يلتقي فيه سماسرة البائعين والمشترين نيابة عن عملائهم، وفي ظل تطور سبل الاتصال أصبح اشتراط المكان المحدد غير ذي موضوع، فها هي الصفقات تبرم في سوق لندن من خلال التجار المنتشرين في المملكة بطولها وعرضها، يساعدهم في ذلك نظام إلكتروني يربط فيما بينهم، كذلك يتسم السوق المنظم بوجود آليات لضبط حركة الأسعار كتلك التي يوفرها المتخصصون في سوق نيويورك، ونظام حدود التقلبات السعرية اليومية المعمول به في العديد من البورصات العربية، ومن الأمثلة على الأسواق المنظمة بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم (ASYE) "Newyork stock exchange" وأيضا البورصة الأمريكية للأسهم (AMSE) " the American stock exchange" التي تقع أيضا في مدينة نيويورك والتي تتعامل أساسا في أسهم الشركات والأكثر حداثة في مجال الأعمال.

---

(1) إبراهيم أبوبكر المدنيني، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد17-1، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2008 ص (44- 45).

(2) د. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية 2006، ص(460-467)

2- السوق غير المنظمة: يطلق اصطلاح السوق غير المنظمة "unorganized market" على المعاملات من خارج البورصة، أو ما يطلق عليه السوق الموازي "over- the counter" (OTC) الذي تتولاه بيوت السمسرة، والتي يعتبر كل منها سوق مستقل بنفسه، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للسمسار المستثمر أن يجري اتصالاته بالتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر لذا عادة ما ينظر للأسواق غير المنظمة على اعتبار أنها طرف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء تلك المعاملات.

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة(البورصات) ومن أشهرها سوق "نازداك" في الولايات المتحدة الأمريكية، أما سبب اعتبار سوق "نازداك" سوق غير منظم هو عدم وجود آليات لضبط حركة الأسعار.

الفرع الرابع: حسب طريقة التداول.

يتم تقسيم الأسواق حسب هذا المعيار إلى[1]:

1- الأسواق الحاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل(أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية "security markets"، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

2- الأسواق الآجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية "futures contracts"، وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغيير السعر " price risk"، مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.

الفرع الخامس: حسب طبيعة الأوراق المالية.

تنقسم الأسواق المالية من منظور طبيعة المنتجات المتداولة والتي قد تكون سلعا أو قروضا أو أوراقا مالية إلى عدة أسواق فرعية نذكر منها ما يلي[2]:

1- بورصة السلع: تعرف هذه البورصة على أنها جمعية من الأفراد والشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع و شراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة كالحبوب، اللحوم، المعادن، القهوة، الخشب، وعليه فإن بورصة السلع "bourse des merchandises"، أو كما تعرف ببورصة التجارة هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه الباعة

---

(1) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق المالية والنقدية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص(255-256).

(2) د. محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة: البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية الجزء الأول، الطبعة الأولى دار هومة، الجزائر 2000، ص (73-74).

والمشترون للسلع المختلفة، خاصة تلك التي تتوفر فيها بعض الشروط كحد معين من الجودة وعدم اندثارها بسرعة كالفواكه وإمكانية قياسها وغيرها من الشروط.

2- أسواق الأوراق المالية: ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة وتمتاز الأسواق المالية للأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي يمكن أن تجري حيث تكون على نوعين، العمليات الفورية والعمليات الآجلة إذ تتم العمليات الفورية بالاتفاق على الصفقة، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري أن يتسلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنا فورا، أما العمليات الآجلة فيتم الاتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم و على سعر التبادل.

3- أسواق القروض: تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل إلتقاء بين الجهات المحتاجة للتمويل الخارجي بمختلف أجاله وبين الجهات صاحبة الفوائض المالية، ولما كانت القروض تنقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة الأجل فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض قصيرة الأجل وسوق القروض متوسطة وطويلة الأجل.

الفرع السادس: حسب المجال المغطى.

تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية[1]:

1- الأسواق المالية الدولية: تعتبر أسواق المال الدولية مصدر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا بالنسبة للحكومات من أجل تمويل العجز أو المشاريع المختلفة، هذه المصادر أو الودائع قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، والتي يتم جمعها من الجمهور والمؤسسات المالية المختصة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأوروبية المرخصة، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لمصادر التمويل، ومن هنا فقد عرفت هذه الأسواق عدة تعاريف مختلفة فمنها من عرفها بأنها أسواق الديون المقومة بالعملات المختلفة وإن كان الدولار أهمها، والصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات والتي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية والمالية لأي من الدول، وهناك من عرفها انطلاقا من دورها الاقتصادي، حيث يتمثل في دور أسواق رؤوس الأموال الدولية كالصادرات من السلع والخدمات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية إلا أنه وبصورة عامة يمكن القول بأن الأسواق المالية الدولية هي أسواق تنشأ وتتم فيها عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة، وكما هو الشأن بالنسبة للأسواق المحلية فإن أسواق رؤوس الأموال الدولية تنقسم هي الأخرى إلى فروع وأنواع من أهمها:

أ. سوق النقد الدولية: لقد عرفت هذه السوق على أنها مجموعة الصفقات التجارية المالية التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدانها، أي خارج بلدان إصدارها كأن نتكلم عن الدولارات الأوروبية " Euro

(1) د. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص(76-82).

dollars" الموجودة خارج الولايات المتحدة ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية هي ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التزود برؤوس الأموال قصيرة الأجل، وتعمل هذه الأسواق من خلال ميكانيزمات تلعب مستوى كبير من التشابك والتعقيد، حيث يمكن لأصحاب رؤوس الأموال أن يتوجهوا إلى أي نظام نقدي أو مالي سواء كان وطنيا أو أجنبيا لاستثمار أموالهم وذلك بالمرور بسوق الصرف"Exchange market"، فالمستثمر الألماني مثلا يمكنه توظيف أمواله في ألمانيا أو في أي سوق نقدية أجنبية حسب العائد الذي يمكن الحصول عليه، كالسوق الفرنسية أو اليابانية أو الأمريكية أو غيرها ولكن بشرط المرور عبر سوق الصرف لمعادلة العملة التي بحوزته، ونفس الطريقة يتبعها الشخص الذي يبحث عن مصادر التمويل حيث يمكنه طلبها من السوق النقدية الوطنية أو يتجه إلى الأسواق النقدية الدولية بسبب انخفاض الفائدة مثلا ولأي سبب آخر وذلك مرورا بسوق الصرف أيضا، أما فيما يخص أهم المتدخلين والمتعاملين الاقتصاديين والماليين في هذه السوق فهم البنوك المركزية، البنوك التجارية، الشركات المتعددة الجنسيات وبعض البلدان صاحبة الفوائض المالية مثل دول الخليج العربي، ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية الدولية هي وسيلة هامة من وسائل التمويل على المستوى العالمي.سوق رأس المال الدولية: وهي السوق التي يتم فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليين، وبصورة عامة يمكن القول أن أسواق رأس المال الدولية تتكون من الأسواق التي تستعمل لإصدار أوراق مالية تمثل مساهمات في رؤوس أموال المنشآت المصدرة لها كالأسهم الدولية، ومنه التي تستعمل لإصدار أوراق مالية تمثل دينا على تلك المنشآت كالسندات الدولية هذا من جهة، ومن جهة أخرى نجد أنه من بين تلك الأسواق ما يمثل ملجأ للباحثين عن التمويل متوسط وطويل الأجل، والغاية التي تسعى إلى تحقيقها الأسواق الدولية في النهاية هي التوزيع الفعال لرؤوس الأموال بين الأطراف ذات الفوائض المالية و المحتاجة لهذه الفوائض على مستوى دولي.

ب. السوق الدولية للقسيمات وسندات الخزينة: تعتبر القسيمات وسندات الخزينة أدوات مالية متشابهة، إذ تمثل دينا على المنشأة المصدرة لها وهي بذلك تضمن وسيلة من وسائل التمويل قصيرة الأجل، هذا بالإضافة إلى أنه يمكن تداولها في السوق النقدية، فالقسيمات الدولية "Euro notes" وهي عبارة عن أوراق مالية تقوم المنشآت بإصدارها بالاستعانة بمجموعة من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة من أجل ضمان مصدر من مصادر التمويل قصير الأجل من خلال السوق النقدية.

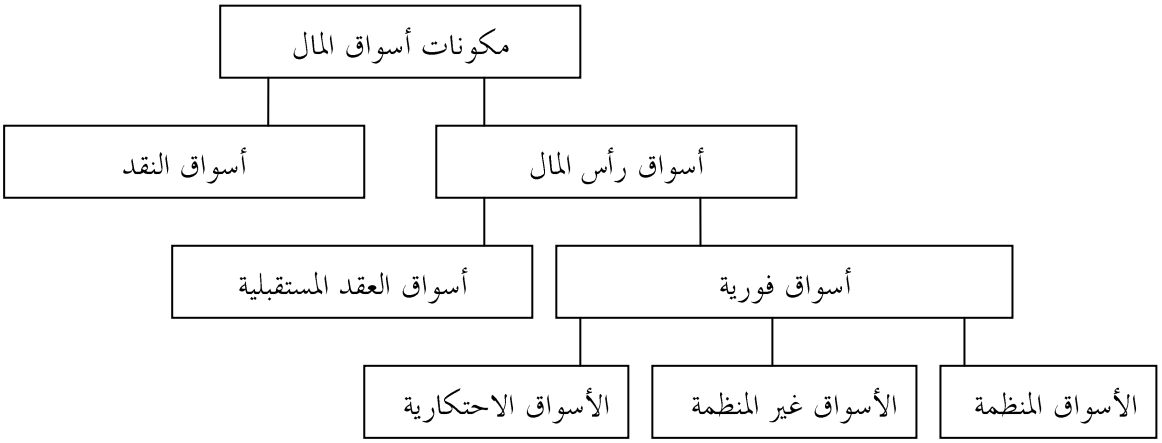
أما سندات الخزينة "Euro- billet trésorerie" فهي أيضا عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تستطيع من خلالها المنشآت المصدرة لها الدخول إلى السوق النقدية بغرض تأمين الحصول على ما تحتاجه من مصادر التمويل قصيرة الأجل على فترات شبه منتظمة خلال السنة وحسب الحاجة، أضف إلى ذلك أن سندات الخزينة هذه أصبحت تسمح بالتمويل قصير الأجل فيما بين المنشآت نفسها دون المرور بالنظام النقدي والمالي، بعبارة أخرى تسمح هذه السندات بقيام الشركات التي تتمتع بفائض في السيولة بإقراض تلك الشركات المحتاجة إلى تمويل قصير الأجل أو تسجيل عجز في الخزينة ولقد تم استعمال هذه الأداة في فرنسا رسميا سنة 1985.

2- أسواق المال الإقليمية: يقصد بأسواق المال الإقليمية تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها كدول الخليج، أو الدول المغاربية، أو غيرها من الاتحادات القائمة.

3- أسواق المال المحلية: هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال الوظيفية والخاصة وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة، وهي وسيلة تستطيع من خلالها المنشآت العمومية والخاصة وكذا الحكومة من إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بحسب رغبتهم واحتياجاتهم للأموال، أوراق ملكية أم أوراق دين، أوراق قصيرة الأجل أم متوسطة وطويلة.

خلاصة القول أن هذه التقسيمات المختلفة والمتعددة للأسواق المالية من شأنها أن تساعد وتفيد الكثير من المتعاملين الاقتصاديين من عارضين وطالبين لرؤوس الأموال والسلع في التوجه إلى السوق المناسبة للتزود بما يحتاجونه من سلع وأدوات مالية أو من أجل عرضها، فمثلا إذا كانت هناك منشأة في حاجة إلى تمويل استثمارات جديدة أو تمويل متطلبات التوسع فإنها تعتمد على استخدام الأدوات المالية طويلة الأجل وبالتالي التوجه إلى سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، بينما لو كانت هذه المنشأة ترغب في تمويل احتياجاتها الاستغلالية فإنها تتجه إلى السوق النقدية للحصول على أوراق مالية قصيرة الأجل....وهكذا كما أن التقسيمات السابقة من شأنها أن تفيد السلطات العمومية، وخاصة السلطات النقدية والمالية التي تتولى تنظيم ومراقبة الأسواق بكل أجندتها خوفا من حدوث اختلال في التوازن. حيث تتدخل تلك السلطات، إذا استلزم الأمر ذلك، باستخدام الوسائل والأدوات المعروفة لإرجاع الجناح المختل لتوازنه العادي وبالتالي توفير الظروف الحسنة للمتعاملين.

الشكل رقم(05): يمثل مكونات أسواق المال.



المصدر: د.أحمد بوراس، **أسواق رؤوس الأموال**، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر2002-2003،ص69.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية وأسس كفاءتها.

الأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، إذ تلجأ إليها هذه الأخيرة لتأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم.

لقد عرفت الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية والمحلية) أو المؤسسات الخاصة، ونتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو المشاركة في الملكية من قبل المشترين للأوراق وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسيين بالإضافة إلى نوع ثالث يقع بينهما، فهناك من الأوراق ما يمثل ملكية جزء من المؤسسة وبالتالي لحاملها الحق في جزء من أصولها وهناك ما يمثل حق الحصول على عائد متفق عليه بين المستثمر والمؤسسة المصدرة نتيجة استدانته من المستثمر يعرف النوع الأول بالأسهم ويعرف الثاني بالسندات، أما الثالث فهو خليط بين الاثنين وسنتعرض لكل منها بشيء من التفصيل، بالإضافة إلى ذلك توجد العديد من الأدوات المالية الحديثة نسبيا التي تعرف بالمستحدثات والمشتقات المالية.

المطلب الأول: الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة.

وتتمثل أساسا في:

الفرع الأول: الأسهم العادية

1.تعريف: الأسهم العادية هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل (أبدية طالما الشركة مستمرة) تمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية، وكذلك قيمة تصفوية وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المكتوبة على الصك أو قيمة السهم وهي قيمة نظرية لتسجيل حساب رأس المال المدفوع في القيود المحاسبية. وعادة ما يكون منصوصا عليها في العقد التأسيسي[1]. وعليه لا يمكن للشركة أن تصدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة أما القيمة السوقية للسهم فهي تمثل سعر تداول السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية فإذا كانت الشركة مثلا تحقق أرباحا ويتوقع أن تستمر كذلك في المستقبل فإن سعر السوق يتوقع أن يكون أعلى من القيمة الدفترية وأعلى من القيمة الاسمية للسهم. أما إذا كان أداء الشركة سيئا فان سعر السوق للسهم قد ينخفض حتى أقل من القيمة الاسمية للسهم، هذا في الوقت الذي يجب أن يؤخذ هذا بنوع من الحذر لأن سعر السهم في السوق قد لا يعكس القيمة الحقيقية للسهم إذا كان سوق الأسهم ضيقا أو غير نشيط وأخيرا تتمثل القيمة التصفوية للسهم في نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق كل الدائنين وحملت الأسهم الممتازة [2].

---

(1) د.أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة- الجزائر2008، ص48.

(2) د. أحمد بوراس، سوق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص48.

2.خصائص الأسهم العادية: يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص ما يلي[1]:

أ. القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة للإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وخاصية التداول وإن كانت توفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة.

ب. الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد مثل سند قيمته الاسمية 100 دينار وآخر قيمته الاسمية 1000 دينار بينما لا يجوز ذلك في الأسهم.

ت.المسؤولية المحدودة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم في الشركة محدودة وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤولية غير محدودة.

3. أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة ونذكر منها:

- من حيث طريقة التداول: تنقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى[2]:

أ. الأسهم الاسمية: هي التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك، ويمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات على أن يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة.

ب.الأسهم لحاملها: يتم تداول الأسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين دون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية السهم في تلك الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم لذا لا يجوز إصدار أسهم لحاملها إلا إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل.

ت.السهم لأمر: للشركة أن تصدر أسهما لأمر وتشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم.

- من حيث نوع الحصة التي تدفع لحامل السهم: تنقسم الأسهم من حيث شكل الحصة المدفوعة من طرف المساهم إلى:

أ. أسهم نقدية: هي التي يكتتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

---

(1) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المعتز النشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص (129-130).

(2) د. ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية 2005، ص(38-39).

ب. أسهم عينية: وهي التي تمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة مصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها وقد منع القانون تداول الأسهم العينية إلا بعد انقضاء سنتين على إصدارها.

- من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى[1]:

أ. الأسهم العادية: وهي جزء أو حصة في رأس مال الشركة المساهمة يطرح بقيمة اسمية للاكتتاب العام ويمكن تداولها إلا أنها غير قابلة للتجزئة.

ب. الأسهم الممتازة: تحمل الأسهم الممتازة بعض صفات الأسهم العادية وبعض صفات السندات، حيث للسهم الممتاز نصيب محدد من الأرباح تحدد حدودها الدنيا وحدودها القصوى وبذلك هو يشبه السندات وأنه يمثل حصة من الملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة فهو بذلك يشبه السهم العادي.

ولقد ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع عديدة من الأسهم العادية نذكر منها[2]:

ت. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم إنتاجية مرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع إلا أنه يخلق نوع من التضارب في المصالح بين المستثمرين.

ث. أسهم عادية مضمونة: في الأصل حامل السهم ليس له الحق في الرجوع للشركة المصدرة في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه في هذا النوع من الأسهم يعطى الحق لحملتها المطالبة بالتعويض إذا انخفضت قيمتها السوقية (وجود ضمان).

ج- أسهم عادية ذات توزيعات مخصومة: في الأصل التوزيعات التي يحصل عليها حملت الأسهم ليست من الأعباء التي تخصم قبل الضريبة، إلا أن في هذا النوع من الأسهم يسمح بإجراء خصم للتوزيعات على تلك الأسهم قبل احتساب الضريبة.

4. حقوق المساهمين العاديين: إن الحقوق التي يتمتع بها المساهمون(المالكون) موضحة في القانون الأساسي للشركة وبطبيعة الحال في إطار القوانين السارية المفعول في الدولة التي تستقر فيها الشركة ومن أهم هذه الحقوق ما يلي[3]:

أ.الحق في الأرباح الموزعة: يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم وهو أحد الأهداف الهامة، أي تحقيق الأرباح على الاستثمارات التي قاموا بها وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، من جهة كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا من جهة أخرى

---

(1) د. جميل سالم الزيدانيين، أساسيات في الجهاز المالي- المنظور العلمي -، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر عمان- الأردن1999، ص219.

(2) د. عبد الغفار حنفي ود. قرياقص رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص (254 -258).

(3) د.سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى المنصورة- مصر2001، ص(186-187).

فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة، على عكس فوائد الديون التي تلتزم الشركة بدفعها بصورة منتظمة عادة ما تكون سنوية.

ب. حق التصويت: إن المساهمين باعتبارهم ملاك الشركة لهم الحق في اختيار الطاقم الإداري الذي سيقود شركتهم في سوق عادة ما تسودها المنافسة الحادة ويتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة على أساس أن لكل سهم صوت ويعتبر هذا التصويت ذا أهمية كبيرة بالنسبة لسير الشركة خاصة وأن التصويت يتم على مسائل هامة جدا كتعديل القانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم واتخاذ قرارات رفع رأسمالها.

يعتبر التصويت وسيلة للسيطرة على الشركة وبذلك تختلف الشركات الكبرى عن الصغرى فعادة ما تمتاز هذه الأخيرة بقلة المساهمين وبالتالي يحضرون كلهم الجمعيات ويتم التصويت بشكل عادي أما في الشركات الضخمة فنجد أن المساهمين فيها منتشرون في مناطق متباعدة (قد تكون دولا مختلفة) وبالتالي فإن تصويتهم فرديا يكون صعبا وقد تتم السيطرة على الشركة ومراقبتها من قبل فئة من المساهمين أو من الإدارة، حتى وإن ساهمت بقسط قليل نسبيا من الأموال، أي استحوذت على عدد قليل نسبيا من أسهم الشركة.

ت. حق الأولوية في الاكتتاب: فبمجرد إصدار أسهم عادية جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة بذلك يسمح لهم هذا الحق الإبقاء على نسب ما يمتلكونه من الشركة كما هي وكذا القدرة على المراقبة والسيطرة التي كانت لهم قبل ذلك الإصدار، أي لكل مساهم صوت عن كل سهم بحوزته، كما يسمح لهم بالإبقاء على نسبهم في الاحتياطات والأرباح المحجوزة في السنوات التي سبقت الإصدار المعني.

ث.حق حضور الجمعيات العامة: هذه الجمعيات تكون عادية أو طارئة بحيث يكون للمساهم العادي الحق في حضور النوعين معا، وتنعقد الجمعيات العادية غالبا كل سنة وذلك للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج وتزكية الإدارة أو عدم تزكيتها وكذا مناقشة قضية توزيع الأرباح وبذلك يمكن للمساهمين المشاركة في تسيير شركتهم.

تجتمع الجمعيات العامة الطارئة متى اقتضى الأمر ذلك، خاصة عند إجراء تعديل على القانون الأساسي للشركة، رفع رأس مالها، لكل مساهم ثقل في اتخاذ القرارات وتوجيه الشركة بمقدار ما يملكه من أسهم.

ج. حق بيع الأسهم: للمساهمين العاديين الحق في نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي بحوزتهم ببيعها في البورصة إذا كانت الشركة المعنية مسجلة في البورصة وإذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم بصورة مباشرة أي من المساهم القديم إلى المساهم الجديد وتأتي هذه الفكرة كون الشركة المساهمة ليست ملزمة بإرجاع المبالغ المستثمرة للمساهمين وأن الأسهم هي عبارة عن الأموال الدائمة في الشركة والتي تبقى معها ما دامت قائمة.

ح. حق الاطلاع على وثائق الشركة: للمساهمين العاديين الحق في الاطلاع على وثائق شركتهم متى أرادوا ومتى كان ذلك ضروريا خاصة وثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين وإذا ما رفضت الإدارة ذلك يمكن للمساهم طلب ذلك عن طريق المحكمة، ومن الأمثلة المشهورة عن ذلك ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية عام

1966 حينما طلبت الشركة"Genesco Lmt" من إدارة "Julien Garfinckel" تسليمها قائمة المساهمين بغرض شراء الأسهم منهم والسيطرة على الشركة فرفضت هذه الأخيرة فتقدمت شركة (Genesco) للعدالة وتحصلت على حق الاطلاع على قائمة المساهمين واشترت منهم 10% فقط من تلك الأسهم أي لم تتمكن من السيطرة على تلك الشركة.

خ. حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية: تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسديد ما عليها من ديون ثم تدفع نصيب حملت الأسهم وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملت الأسهم لا يتحصلون على شيء، ولكن في أسوء الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة، لأن مسؤولياتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.

5. ايجابيات إصدار الأسهم العادية[1]:

تعتبر الأسهم العادية بمختلف أنواعها وسيلة هامة من وسائل التمويل الطويل الأجل التي يمكن للشركات المساهمة استعمالها وفقا للقانون الأساسي لكل منها، فهي لا تتوفر على تاريخ استحقاق وبالتالي فأي مساهم يريد الحصول على أمواله المستثمرة في أسهم عادية عليه أن يرجع للبورصة لبيع أسهمه لمستثمر آخر واسترجاع أمواله دون الرجوع إلى الشركة المصدرة، لهذا تعتبر الأسهم العادية من الأموال الخاصة الدائمة في الشركة.

إن الشركة المصدرة للأسهم العادية غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تحقق فيها أرباح، هذا إلى جانب إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الاقتراضية للشركة، أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأصول المقترضة عندما تقتضي الحاجة كما يعتبر إصدار الأسهم العادية الجديدة أمرا غير محبب لعدة أسباب منها:

أ. يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال لسببين:

– إن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى، وبالتالي يكون العائد مرتفعا.

– إن أرباح الأسهم عكس الفوائد، لا تعتبر تكاليف وبالتالي لا تخصم قبل حساب الضريبة

ب. يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتتا أكبر للأصوات في الجمعية العامة ومن ثم يطلق العنان لمجلس الإدارة في التصرف بحرية في شؤون الشركة.

الفرع الثاني: الأسهم الممتازة.

تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا هاما من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل، فهي هجين لأنها تحمل صفات من السهم العادية و صفات من السندات، فهي توفر لمالكيه عائد محدد كنسبة مئوية من قيمة السهم الاسمية.

---

(1) حكيمة أماكوز، السوق المالية: آلية عملها وشروط إنشائها – حالة الجزائر– رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1997– 1998 ص90.

1.تعريف:" يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، و السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق، وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثانية من القيمة الاسمية للسهم. أما إذا لم تحقق أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات"[1].

2.أنواع الأسهم الممتازة: توجد عدة أنواع من الأسهم الممتازة ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع[2]:

أ.الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح والأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح حيث أن الأولى لها الحق في الحصول على الأرباح عند تحقيقها ولو لم يتقرر توزيعها من ثم فإن حقها هذا في الحصول على الأرباح لا يسقط، أي أنها تحصل على أرباح السنة التي تحقق فيها الشركة أرباح ولا تقرر توزيعها وذلك في السنوات اللاحقة التي يتقرر التوزيع فيها، أي أنها تحتفظ بالحق في تلك الأرباح حسب النسبة المئوية المحددة من قيمتها الاسمية، في حين أن الثانية لا تحتفظ بهذا الحق عندما تحقق الشركة أرباحا ولا تقرر توزيعها، حيث يسقط حقها هذا ولا تحصل على تلك الأرباح في السنوات اللاحقة على السنة التي لم توزع فيها الأرباح المتحققة.

ب. الأسهم الممتازة المشتركة في الأرباح، والأسهم الممتازة غير مشتركة في الأرباح حيث أن الأولى لها الحق في المشاركة بالأرباح المتبقية بعد أخذ المساهمين النسبة المحددة للأسهم الممتازة من هذه الأرباح، في حين لا يحق في الثانية المشاركة بعد أخذهم الحصة (النسبة المعينة) من الأرباح المحددة لهم.

ت. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، والأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل، حيث يحق لحملة الأسهم الأولى تحويلها إلى أسهم عادية، وبالذات حتى يكون العائد الذي يتحقق للأسهم العادية يفوق العائد الذي يتحقق لحملة الأسهم الممتازة، في حين أنهم لا يقومون بمثل هذا التحويل إلى الأسهم العادية عندما يكون عائد الأسهم الممتازة يفوق عائد الأسهم العادية، أما الأسهم الثانية فلا يحق لحملتها تحويلها إلى أسهم عادية.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، هناك تحديث في الأسهم الممتازة ومن أهمها ما يلي[3]:

– الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائدات تلك السندات

---

(1) د. عبد الغفار حنفي ود. رسمية قرياقص، أسواق المال – بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات استثمار–، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، ص252.

(2) د. فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص225.

(3) د. عبد الغفار حنفي ود. رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002، ص254.

وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب من تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 8.5% من القيمة الاسمية.

– الأسهم التي لها حق التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية على انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي وقد سبق الإشارة إليها عند مناقشة الأسهم العادية المضمونة.

3.خصائص الأسهم الممتازة[1]:

تمتاز هذه الأسهم بخاصية تجميع الأرباح، يقضي هذا المبدأ بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين، فإذا كان المساهم يملك 100 سهم نسبة أرباحها 5% و قيمتها الاسمية 50دينارا، و لم تدفع الشركة المعنية الأرباح لمدة 4 سنوات لحملة الأسهم الممتازة، فإنه إذا ما قررت توزيع الأرباح في السنة الخامسة، يجب عليها دفع كافة الأرباح المتأخرة لحملة الأسهم الممتازة.

وهناك بعض الشركات التي تصدر أسهما ممتازة دون الالتزام بدفع المتأخر من الأرباح وهي قليلة جدا لعدم إقبال المساهمين عليها.

– تمتاز هذه الأسهم بأن لها ثلاث قيم: قيمة اسمية موجودة على السند المسلم للمساهم، قيمة دفترية وقيمة سوقية، أي نفس الخاصية التي تمتاز بها الأسهم العادية التي سبق شرحها.

– تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملته أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك، ويدل هذا الاسترداد من جهة على سهولة ومرونة في التعامل بتلك الأسهم، ومن جهة أخرى يساعد من يريد السيطرة على الشركة بتحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية.

أما سعر إعادة الشراء لتلك الأسهم فيتم بعرض أسعار أعلى من الأسعار التي تتداول بها في البورصة أو إعطائهم إغراءات أخرى مماثلة، خاصة إذا ما توفرت الشركة على سيولة فائضة أو بإمكانها الحصول على مصادر أخرى للتمويل بتكلفة أقل.

– تمتاز هذه الأسهم على الأسهم العادية بأولويتها في الحصول على الأرباح ولكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في ذلك، إذ يجب على الشركة دفع فوائد الديون قبل تسديد حقوق حملة الأسهم الممتازة. فعادة ما يكون منصوصا في عقد الشركة أن حملة الأسهم الممتازة لا يمكنهم إجبار الشركة على دفع الأرباح، بينما يمكن ذلك بالنسبة للدائنين.

– تتصف هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة أي أن هناك أنواع منها (وهي منتشرة بكثرة) كتلك التي تسمى بالأسهم المشاركة، وفقا لذلك فإن حملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق

---

(1) د. محفوظ جبار ، سلسة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومه– الجزائر 2002، ص(25 –28).

عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أية نسبة محددة مسبقا لهم الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

– تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

4.مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

أ. المزايا: هناك نوعين من المزايا بالنسبة للمستثمرين وبالنسبة للشركة المصدرة وهما[1]:

- المزايا التي تحققها الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمرين، وتتمثل في:

– الأسهم الممتازة تكون مناسبة أكثر لبعض فئات المستثمرين الذين يرغبون بدرجة مخاطرة أقل مقارنة بالاستثمار في الأسهم العادية لأنهم يتحصلون على مقابل لهذه الأسهم في حالة تصفية الشركة وقبل الأسهم العادية.

– توفر الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية إمكانية الاختيار بين الاحتفاظ بالأسهم الممتازة هذه أو تحويلها إلى أسهم عادية، ففي الحالة التي تحقق فيها الأسهم الممتازة عائدا يفوق ما تحققه الأسهم العادية فإنهم يحتفظون بالأسهم الممتازة هذه ولا يقومون بتحويلها إلى أسهم عادية عندما يكون عائد الأسهم العادية أعلى من عائد الأسهم الممتازة.

– توفر الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح إمكانية حصول حملة الأسهم هذه على الأرباح في حالة تحقيق الشركة للأرباح للسنوات التي لا يتقرر توزيعها، وذلك عندما يتقرر توزيع أرباح في السنوات اللاحقة.

– تحقق الأسهم المشاركة في الأرباح إمكانية حصولها على أرباح إضافية إلى نسبة الأرباح المحددة لها، من خلال مشاركتها في الأرباح المتبقية بعد أخذها الأرباح المحددة هذه.

- المزايا التي تحققها الأسهم الممتازة للشركات المصدرة لها وهي كالتالي:

– تتيح الأسهم الممتازة للشركة المصدرة لها ميزة تتمثل في كون أن حملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم المشاركة في إدارة الشركة، وبذلك تبقى الإدارة بيد حملة الأسهم العادية وهي في ذلك تمثل السندات، وهو الأمر الذي يدفع العديد من الشركات في حالات ليست بالقليلة إلى عدم التوجه نحو إصدار أسهم عادية جديدة بل إصدار أسهم ممتازة من أجل الاحتفاظ بسيطرة المساهمين القدامى على أمور الشركة وإدارتها وبذلك لا تتسع قاعدة الإدارة.

– لا يوجد إلتزام بدفع عائد ثابت للأسهم الممتازة كما هو الحال في السندات والذي لا يرتبط بنتائج أعمال الشركة، إذ أن العائد الذي يتحقق للأسهم الممتازة يرتبط فقط بالأرباح التي تحققها ويتوقف عليها حيث لا يتم دفع أي عائد للأسهم الممتازة في حالة عدم تحقيق الشركة أرباح، في حين أن العائد على السندات أي الفائدة يتم دفعها لحملة السندات حتى في الحالة التي لا تحقق فيها الشركة ربحا، لا بل حتى في حالة تحملها خسائر أي أن هذا

---

(1) د. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، جدار الكتاب العالمي، عالم الكتب الحديث، (عمان، أربد)– الأردن2006، ص(226- 228).

العائد يستحق على الشركة وعليها دفعه بغض النظر عن نتائج عمل الشركة في حالة السندات في حين أنه يعتمد على هذه النتائج في حالة الأسهم الممتازة.

ب- عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة: تتمثل فيما يلي[1]:

- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، والسبب في ذلك أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفرات ضريبية.
- إلزامية التوزيعات، فهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من الأرباح سنة لاحقة.
- العائد العالي الذي يطالب به حملة الأسهم الممتازة، لأنهم يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض له المقترضون.
- حق التصويت أحيانا عند مواجهة الشركة لبعض المشكلات وفرض قيود على التوزيعات.

الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

تتمثل أوجه الشبه والاختلاف في النقاط التالية[2]:

1-أوجه الشبه:

- تشبه الأسهم العادية الأسهم الممتازة في أن كلاهما أداة ملكية غير محددة الأجل.
- عدم دفع الفوائد لا يؤدي إلى إفلاس الشركة.
- العوائد المدفوعة لا توفر الميزة الضريبية.

2-أوجه الاختلاف: تختلف الأسهم العادية عن الأسهم الممتازة في ما يلي:

- الأسهم الممتازة أقل انتشارا وشيوعا من الأسهم العادية
- غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في حين يعتبر حقا أساسيا لحملة الأسهم العادية.
- عند تصفية الشركة تكون أولوية السداد لحملة الأسهم الممتازة أما الأسهم العادية فإنها لا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد إلتزاماتها جميعا.
- تذبذب أسعار الأسهم العادية صعودا وهبوطا بصورة أكبر من الأسهم الممتازة
- تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية.

المطلب الثاني: الأوراق المالية التي تمثل دينا على الشركة.

إن أهم الأوراق المالية التي تمثل دينا على الشركة هي السندات بمختلف أنواعها والسند هو ورقة متداولة تمثل دينا طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها.

---

(1) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص153.

(2) نفس المرجع، ص 159.

الفرع الأول: تعريف السند.

هو عبارة عن شهادة يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ استحقاق معين مثبت على الشهادة إضافة إلى سعر فائدة محقق مسبقا[1].

يطرح السند للاكتتاب بقيمة اسمية معينة تدفع مع الفائدة لحامل السند في فترات محددة حتى تاريخ الاستحقاق عادة ما تكون سنوية أو نصف سنوية، هذا وتقسم السندات حسب فترات استحقاقها إلى سندات قصيرة الأجل (سنة إلى خمس سنوات) متوسطة الأجل (أكثر من خمس سنوات وأقل من عشر سنوات)، وطويلة الأجل والتي يبلغ عمرها عادة عشر سنوات فما فوق[2].

الفرع الثاني: خصائص السندات.

يمكن عرض خصائص السندات في العناصر التالية[3]:

- يعطي السند الحق للاستيلاء على فوائد سنوية ثابتة بالإضافة إلى ذلك يجوز بصورة استثنائية أن يشترط استيلاء حامل السند زيادة على الفائدة الثابتة نسبة مئوية من الأرباح ويسمى في هذه الحالة السند المشترك في الأرباح دون أن يعد حامله لهذا السبب مساهما، إذ يشترط ألا يسمح له بالتدخل في الإدارة.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
- يعتبر حامل السند دائنا بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا يغير ميعاد استحقاق الفوائد، ويستوفى حملة إسناد القرض فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم تربح.
- يترتب على كون السند عبارة على قرض يقدمه شخص إلى الشركة اشتراك حملة السندات مع الدائنين عند إفلاس الشركة، ويتقدم حملة إسناد القرض على حملة الأسهم في استيفاء قيمة إسنادهم من أموال الشركة عند تصفيتها.
- لا يحق لحملة الإسناد التدخل في الدعاوي القائمة ما بين الشركة والغير ما لم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها نتيجة الدعاوى القائمة.
- يكون السند طويل الأجل في حين أن الأوراق التجارية قصيرة الأجل.

الفرع الثالث: أنواع السندات.

توجد عدة أنواع من السندات بحيث يمكن تصنيفها حسب عدة معايير ومنها جهة الإصدار، تاريخ الاستحقاق، الضمان، الفائدة.....

1- حسب جهة الإصدار: تصنف السندات وفق معيار جهة الإصدار إلى[4]:

---

(1) د. محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص44.

(2) د. جميل سالم الزيدانين، مرجع سبق ذكره، ص224.

(3) د. عاطف وليم أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2006، ص(80- 82).

(4) نفس المرجع، ص(83-84).

أ. السندات الحكومية: تلعب الأوراق المالية الحكومية دورا هاما في الاقتصاد الكلي بالإضافة إلى أهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية فإنها تكتسب أهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية. إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الضرائب والذي يتحدد كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى، وتشمل القروض الحكومية كل ما تصدره الدولة من سندات متنوعة في حالة حاجتها إلى قروض، هذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

ب. سندات الشركات: تمثل سندات الشركات "corporate bonds" أهم أدوات الدين غير الحكومية وهي تمثل صكوكا قابلة للتداول، يعتبر حاملها دائنا في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو شهري دون النظر للدخل الذي حققته الشركة.

ولحاملي السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والعادية كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة، وبخلاف حملة الأسهم العادية فإن حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية وليس لهم حق التصويت والتدخل في إدارة الشركة.

2- من حيث تاريخ الاستحقاق: تصنف السندات وفق معيار تاريخ الاستحقاق إلى[1]:

أ- سندات محددة المدة "term bonds": في ظل هذا النوع يتم سداد القيمة الاسمية لكافة سندات الإصدار الواحد في تاريخ واحد.

ب- السندات التي تسدد على أقساط "serial bonds": وهي تلك السندات التي يتم إصدارها في إصدار واحد، وتستحق في تواريخ مختلفة، ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد إلتزاماتها قبل حاملي السندات على دفعات.

3- من حيث الضمان: تصنف السندات من حيث الضمان إلى[2]:

أ. سندات مضمونة "secured bonds": وهذا النوع من السندات مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات مثلا، ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته.

ب.السندات غير المضمونة: هي السندات طويلة الأجل غير المضمونة بأي أصل من الأصول بل ضمانها يعتمد على المركز المالي والائتماني للشركة وما تحققه من أرباح، كما قد ينص عقد إصدار هذه السندات على بعض البنود لحماية السندات مثل عدم السماح للشركة من رهن موجوداتها لمقرضين آخرين.

---

(1) د. ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص58.

(2) د. عبد الزرري ود. غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص (164- 165).

4- من حيث تسجيل صاحب السند: تصنف السندات وفق معيار تسجيلها إلى[1]:

أ. سندات لحاملها: يكون السند لحامله عندما يصير خالي من اسم المستثمر كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

ب. سندات اسمية أو مسجلة: ويكون السند اسميا أو مسجلا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله في شكل ورقة ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك.

5. من حيث العائد: تصنف السندات وفق معيار العائد إلى[2]:

أ. سندات ذات العائد الثابت: وتتعرض السندات ذات معدل الفائدة الثابت لعدة أخطار:

- مخاطر تقلبات سعر الفائدة وذلك للعلاقة العكسية في سعر الفائدة في السوق النقدية وسعر السند.
- مخاطر التضخم: إذ يؤدي التضخم إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسند وكذلك العائد المدفوع عليه.

ب. سندات ذات عائد متغير: وتشمل ما يلي:

- سندات مشاركة في الأرباح.
- سندات ترتبط عوائدها بأرقام قياسية معينة مثل معدل الإنتاجية، متوسط أسعار منتجات الشركة والرقم القياسي للأسعار.
- سندات ترتبط عوائدها بالارتفاع والانخفاض في سعر الذهب.
- يتمتع أصحاب سندات المشاركة في الأرباح بالحق في الحصول على جزء من الزيادة في الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

6. اتجاهات حديثة في السندات[3]:

أ.سندات لا تحمل معدل كوبون(السندات): هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن تسترد القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ استحقاقها.

---

(1) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص111.

(2) د. ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص (34- 35)

(3) د. عبد الغفار حنفي ود. سمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره ص(285- 286).

ب.سندات ذات معدل فائدة متحركة: وهو نوع استحدث في بداية الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

ت.السندات ذات الدخل: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا من الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يتحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

ث.السندات الرديئة (متواضعة الجودة): استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة وعادة ما يترتب عن ذلك زيادة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.

7. مقارنة بين الأسهم والسندات:

وتتمثل في النقاط التالية[1]:

- يمثل السند أداة دين بينما يمثل السهم أداة ملكية.
- للسند أجل محدد، ولا أجل للسهم.
- يحصل صاحب السند على عائد ثابت يتمثل في الفائدة في حين يحصل حامل السهم على الربح إذا تحقق.
- الأولوية في حصول حامل السند على فوائده بمواعيدها سواء حققت الشركة ربحا أم لم تحقق، ولا يحصل حملت الأسهم على أي عوائد إلا إذا تحققت الأرباح وقررت الإدارة توزيعها.
- لا يحق لحملة السندات التصويت ولا الاشتراك في الإدارة، بينما يحق لحملة الأسهم التصويت لانتخاب مجلس الإدارة.
- تقدم بعض الموجودات كضمان لحملة السندات، بينما لا يقدم مثل الضمان لحملة الأسهم.
- تسهم السندات كمصدر للتمويل في تخفيف العبء الضريبي الذي تحمله الشركة لأن عائدها (سعر الفائدة) يدخل كبند ضمن التكلفة، وقبل حساب الأرباح ودفع الضريبة عليها، في حين أن عائد الأسهم لا يدخل ضمن الكلفة ويدفع بعد حساب الأرباح، ودفع الضريبة على الأرباح هذه وقبل توزيعها على حملة الأسهم.

المطلب الثالث: الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين.

تجمع هذه الأوراق المالية من حيث الخصائص بين الأسهم التي تمثل امتلاك جزء من الشركة وبين السندات التي تمثل دينا عليها والتي تعرضنا لها فيما سبق، اخترنا البعض منها كما يلي[2]:

---

(1) د.فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص258.

(2) د. محفوظ جبار ، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص(83-84).

الفرع الأول: أوراق أو(سندات) المساهمة.

تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات والواردات، الاستثمار في ميدان السكن، تمويل الشركات العمومية الصناعية، كما هو الحال بالنسبة لبعض الشركات التجارية، البنوك وغيرها من المؤسسات المرخصة والمؤهلة بجمع المدخرات من الجمهور (بما في ذلك المؤسسات المختصة).

وتختلف خصائص هذه الشهادات بعض الشيء من بلد لآخر فبينما نرى حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة (عند تاريخ الاستحقاق) منقوصا من ذلك بعض المصاريف، نجد حاملها في فرنسا يحصل على فائدة فقط وأن تاريخ الاستحقاق غير موجود، أي هي ضمن الديون الأبدية، أما الفوائد فهي مقسمة بين جزأين الأول ثابت والثاني متغير حسب النتائج المحققة من قبل المصدر.

الفرع الثاني: السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:

وهي من بين الأوراق التي تجمع بين صفات الأسهم وصفات السندات، لحملتها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسيمات التابعة لسنداته يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقا يمكن فصل القسيمات (المعروفة باسم Warrants) في حد ذاتها عن السندات وبيعها في البورصة شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية المتداولة هناك، بالإضافة إلى ذلك يحتفظ حامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم (OBSA) بحقه كحامل السندات المعنية.

انطلاقا من هذه الأوراق يمكن القول أن حاملها سيصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين أي من ملاكها، وأكثر من هذا يحتفظ بصفته كدائن للشركة (حامل للسنداتObligataire)

وعليه فإن الغرض من التمويل بإصدارها هو الاستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة عن طريق اكتتاب حملتها في الأسهم بعد ذلك.

وما دامت هذه القسيمات هي السبب في الاكتتاب في أسهم الشركة، فلا شك أن سعرها يتوقف إلى حد كبير على أسعار تلك الأسهم ويرتبط بها كثيرا.

الفرع الثالث: شهادات الاستثمار.

تشبه هذه الأوراق المالية الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية كما أن لحملتها نفس حقوق حملة الأسهم فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، اقتسام الممتلكات في حالة تصفية الشركة والاطلاع على وثائقها، غير أن حملتها لا يمتلكون الحق شأنهم في ذلك شأن حملة السندات العادية، بذلك يمكن القول أن شهادات الاستثمار هي عبارة عن جزء من السهم، إذ يتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها وإنما هي حق حملة الأسهم العادية تتداول هذه الشهادات في البورصة شأنها في ذلك شأن بقية الأوراق المالية، ويتمتع حملتها بالأولوية، إلى جانب المساهمين العاديين، في الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأسمال الشركة المعنية، بالإضافة إلى ذلك فإنه في حالة توزيع أسهم جديدة مجانا على حملة الأسهم، فإنه يستوجب على الشركة إصدار شهادات استثمار جديدة وتوزيعها مجانا على حملة الشهادات كل حسب حصصه من الشهادات القديمة التي بحوزته بالضبط كما تتم العملية بالنسبة للأسهم.

المطلب الرابع: المستحدثات والمشتقات المالية.

المشتقات المالية هي أصول مالية مشتقة من أحد أو عدة أصول مالية في سوق أخرى وعليه فالتعاقد حول القيم المشتقة يرتكز على سوقين متعلقين بسوقي الإدراج الأصليين وكل التوليفات الممكنة، ولكن العديد من الدول تضع جملة قواعد جد صارمة لتفادي أن تلغم القيمة المشتقة للأسواق المرتبطة بالقيم الأصلية، والقيم المشتقة الأكثر بساطة هي عقود المستقبليات وعقود الآجلة والخيارات والمبادلات[1].

الفرع الأول: عقود المستقبليات.

وهي عقود قانونية أو رسمية يجري التفاوض عنها في الأسواق المنظمة لتؤكد التعهد بالتسليم إلى المشتري والاستلام من البائع، وذلك بكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من أصل استثماري معين، وفي وقت ومكان محددين في المستقبل، ويجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت الاستلام وتشمل العقود المستقبلية حاليا سندات الحكومة، أذونات الخزينة، ذهب، مؤشرات الأسهم والنفط....

وما يمكن قوله عن المستقبليات أنها تتم بين طرفين أحدهم يكسب الأصل ليفقده الآخر فلا يكون هناك تبادل مباشر بل بوساطة بيوت السمسرة التي تعمل كمشترية أو بائعة.

الفرع الثاني: العقود الآجلة.

تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء وبيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، وهي بذلك التعريف لا تختلف عن المستقبليات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبليات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد لها سوقا ثانوية، وتبعا لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات[2].

الفرع الثالث: عقود المبادلات:

تعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آنيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ ويتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية أو سنوية أو نصف سنوية.....) تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الاختيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية وتتعدد عمليات المبادلات ومنها[3]:

- عمليات مقايضة معدلات العائد.
- عمليات مقايضة العملات.

---

(1) كاكا مونا هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص259.

(2) د. منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص68.

(3) د. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي للنشر، أبو ظبي- الإمارات 2002، ص246.

- عمليات مقايضة عقود حق الاختيار.
-عمليات مقايضة الأسهم Equty swaps
- عمليات مقايضة البضائع Commodity swaps
- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agruments
- عقود الحد الأقصى لمعدلات العائد لحماية المقرض (السقف) Cap
- عقود الحد الأدنى لمعدلات العائد لحماية المقرض (القاعدة) Floor
- الحماية المتبادلة بين المقرض والمقترض (السقف والقاعدة) Callar

الفرع الرابع: الخيارات.

انتشر استخدام الخيارات على نطاق واسع على مستوى الأسواق المالية العالمية خلال السنوات الأخيرة، حيث تعقد أكثر من مليون عقد من الخيارات يوميا في البورصات الكبيرة في مختلف أنحاء العالم وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات حيث يهدف المنتجون لحماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع)، ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين[1].

فيما يتعلق بالخيارات المالية"financial option" فهي لا تخرج عن نفس الفكرة الأساسية لهذه الحقوق والمشتقة من بورصة السلع، والاختلاف الأساسي في الخيارات المالية أن الشيء موضع التعامل هو الأسهم"share" و السندات"bonds" و العملات الأجنبية"foreign currency" ومؤشرات أسعار الأسهم، وتستعمل للوقاية من المخاطر وزيادة عائد الاستثمار.

1- مفهوم الخيار: يمكن تعريف عقد الاختيار بأنه هو ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معين (أو خلال فترة محددة) وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء. من هذا التعريف نستنتج أن هناك طرفين أساسيين في عقد الاختيار[2]:

أ.الطرف الأول المشتري (the buyer): له حق بيع وشراء:

-كمية محددة، يحدد ذلك في العقد.

- سعر محدد يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ.

- حتى تاريخ محدد، ويكون إما تاريخ التنفيذ النهائي أو نهاية فترة تنفيذ الخيار "expiration date" فخيارات الشراء "call options" تعطي حق الشراء"calls" وخيارات البيع " put option " تعطي حق البيع.

ب. الطرف الثاني البائع (the seller): وفي حق الاختيار فإن المحرر يمنح المشتري حق شراء أو بيع أوراق مالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين "strik price" خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد وذلك مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري ويسمى علاوة حق الاختيار "option premium"

---

(1) د. حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص(413 – 414).

(2) د. جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص182.

إن الاختيار يعتبر أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية كما يستخدمها المستثمرون المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ويمكن التمييز بين نوعين من عقود الاختيار[1]:

– عقد اختيار البيع(put option): حيث يعطي هذا النوع من عقود الاختيار الحق للمشتري أن ينفذ عملية بيع الأوراق المالية وفقا للسعر المتفق عليه مسبقا.

– عقد اختيار الشراء (call option): وهنا يعطى الحق للمشتري في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية شراء الأوراق المالية وفقا للسعر المتفق عليه مسبقا، ويمكن التميز بين أسلوبين من أساليب الاختيار:

➢ الأسلوب الأمريكي(American option): بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي لمشتري حق الاختيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه.

➢ الأسلوب الأوروبي(European option): بموجب هذا الأسلوب فان العقد يعطي مشتري حق الاختيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه إلا أن التنفيذ لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

2– أشكال الاختيارات: تتخذ الخيارات أربعة أشكال رئيسية هي[2]:

أ. شراء حق الشراء: حيث يمتلك المشتري في هذه الحالة حق شراء الأصل محل التعاقد وبالسعر المتفق عليه خلال تاريخ محدد أو فترة زمنية محددة حسب الاتفاق، وهو بذلك مستثمر متفائل يتوقع ارتفاعا في الأسعار ويسعى من وراء ذلك إلى تحقيق الأرباح.

ب. شراء حق البيع: حيث يمتلك المشتري حق بيع الأصل محل التعاقد وبالسعر المتفق عليه وخلال فترة زمنية معينة أو تاريخ محدد حسب الاتفاق، إن مشتري الخيار هنا مستثمر متشائم ويتوقع انخفاض في الأسعار.

ت. بيع حق الشراء: يعطي البائع وعده للمشتري في أن يشتري منه الأصل محل التعاقد بسعر محدد خلال فترة أو التاريخ المتفق عليه، أي أن البائع ملتزم ببيع الأصل بسعر التنفيذ مهما كان السعر السائد في السوق فالمشتري سيحقق ربحا في حالة انخفاض الأسعار ويتمثل ربح البائع في مقدار العلاوة المدفوعة.

ث. بيع حق البيع: يعطي البائع وعده للمشتري ببيع الأصل محل التعاقد خلال فترة زمنية أو بتاريخ محدد ويتوقع مشتري الخيار أن يحقق ربحا في حالة ارتفاع الأسعار بينما يتمثل ربح البائع في مقدار العلاوة المدفوعة.

الفرع الخامس:حقوق التصرف (التعهدات) "warrants".

إن كانت خيارات التصرف تمثل قيما افتراضية فإن حقوق التصرف هي قيمة مالية ذات شفرة "سيكونام" وتسمى "وصل الخيار" تعطي الحق لشراء وبيع قيم مالية بسعر معين وخلال فترة محددة أي أن فرصة الشركة لمن يحمل سندات سبق إصدارها، فتعطي بموجبها حقوق شراء دون ملكية لعدد معين من الأسهم العادية لنفس الشركة على أن تحدد حصة كل سنة من الأسهم العادية ويكون سعر السهم الواحد أعلى من سعر السهم عند

(1) نفسه المرجع، ص183.

(2) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص(163- 164).

اكتساب السند ولكن دون السعر المستقبلي المتوقع لسعر السهم كما يستمر الاحتفاظ بالأسهم عادة لفترة تتراوح بين 5 و10 سنوات[1].

المطلب الخامس: كفاءة سوق رأس المال.

إن نجاح سوق رأس المال في أداء وظائفه الاقتصادية مرهون بمدى كفاءته في إعداد وتوفير المعلومات دون فاصل زمني وتحليلها بين المستثمرين، مما يتيح فرص متساوية لهم، ويعكس أسعار قريبة من القيم الحقيقية للأدوات الاستثمارية المتداولة.

الفرع الأول: ماهية سوق رأس المال الكفء:

1- تعريف سوق رأس المال الكفء: هو ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عنه، سواء تعلقت بالتسجيل التاريخي لسعر السهم أو في القوائم المالية للشركة أو حتى في تأثير الحالة الاقتصادية على أداء الشركة، ففي ظل السوق الكفء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، فالمعلومات عن وجود فارق بين القيمة السوقية الحالية للسهم وبين قيمته الحقيقة نتيجة لورود معلومات جديدة سيتم تحليلها بسرعة لتصل لجميع البائعين والمشترين في الوقت نفسه[2]، بمعنى آخر هو السوق الذي تتبادل فيه الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيمة الحقيقية لهذه الأدوات، حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي الطلب والعرض لهذه الأسباب[3]. و يُبنى نموذج السوق الكفؤة على فرضيات أساسية مستمدة من نموذج "M-kendil" و ذلك من خلال بحثه المقدم مع "Obenne Robert" إلى جمعية الإحصاء الملكية البريطانية، حيث قام بتحليل السلاسل الزمنية التصادفية "sthocshoe" لتغيرات أسعار الأسهم وفق نموذج احتمالي يكون فيه الوسيط صفرا والتباين ثابت[4].

2- فرضيات سوق رأس المال الكفء: يعتمد سوق رأس المال الكفء على الفرضيات التالية[5]:

- سيادة نظام المنافسة التامة بخصائصه الرئيسية والمتمثلة في وجود عدد كبير من المشاركين والمتنافسين في السوق وتوفر الشفافية التامة في السوق، رشادة المستثمرين، إتاحة المعلومات للجميع.
- يجري إعداد وتحليل ونشر المعلومات بتكاليف زهيدة نسبيا حتى تكون في متناول الجميع
- يقوم المستثمرون المتنافسون بتعديل أسعار الأدوات المتداولة بسرعة
- لا يشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة

3- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية: في ظل السوق الكفء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة للسوق والوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، ومن ثمّ لن تتاح لأي منهم فرصة لا

---

(1) كاكا مونا هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 161.

(2) د. هندي منير ابراهيم، مستقبل أسوق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، دار المعارف، الإسكندرية 1995، ص10.

(3)كاكا مونا هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص73.

(4) لمزيد من التفاصيل حول نظرية M-kendil يمكن الرجوع إلى كاكا مونا هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص73.

(5) نفس المرجع، ص75.

تتاح لغيره، وهذا المفهوم للكفاءة يطلق عليه الكفاءة الكاملة، طبعا هذا في ظل تحقيق فرضيات السوق الكفء وهنا السؤال الذي يطرح هل تتحقق في الواقع، مما يجعلنا ننتقل من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية التي تعتبر أكثر ملائمة وواقعية إذ تكون فيها القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية بسبب تباطؤ وصول المعلومات أو ارتفاع تكلفتها[1].

الفرع الثاني: أساليب التنبؤ في سوق رأس المال.

تعددت أساليب التنبؤ في سوق رأس المال بتعدد الدراسات التي تقوم أغلبها بربط اتجاهات المستقبل باتجاهات الماضي، ومن هذه الأساليب نجد الأساليب التنسيقية التي تدخل التأخير الزمني والتباطؤ المحلي وذلك باستعمال أسلوب المؤشرات القيادية "leading indication" وأسلوب ممسوح التنبؤ" anticipation surveys"

أ. المؤشرات القيادية: تقوم على أساس تتبع السلوك الفعلي لظاهرة معينة (تستعمل السلاسل الزمنية) لتصبح مؤشرات لمستقبل النشاط الاقتصادي مثل حجم الودائع المصرفية أو مؤشرset p500 الذي يرتفع قبل بلوغ الحد الأدنى ويهبط قبل تحديد الحد الأقصى.

ب. ممسوحات التنبؤ: فإنها توجه لقياس السلوك الاقتصادي لمجموعات المنتجين والمستهلكين في المستقبل مثلا ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك يستخدم كمؤشر للتخطيط للمستقبل إلا أنه تبين لعدد من الاقتصاديين مثل"Muth" و"Iucus " وآخرون من مدرسة التوقعات الرشيدة بأن خصائص الماضي لا تعتمد بالضرورة في وضع توقعات المستقبل كما أكدوا أن توقعاتهم للأسواق قد تتأثر بالسياسات المالية والنقدية أو ظروف الاستثمار في فترة الدراسة[2].

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

لكي يتمكن سوق رأس المال من تخصيص فعال للموارد المالية يجب أن تتوفر فيه السمات التالية[3]:

1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): ويقصد بها أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة في السوق مما يجعل المتعاملين لهم نفس الفرصة في تحقيق الأرباح.

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح لصناع السوق من تحقيق هامش ربحي مغالى فيه.

3- عقلانية التعامل في السوق: بمعنى أن السوق يعكس توقعات المستثمرين.

---

(1) هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في الأسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1999، ص495.

(2) كاكا مولا هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ص 79.

(3) هندي منير إبراهيم، مستقبل أسوق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، مرجع سبق ذكره، ص24.

الفرع الرابع: أثر المعلومات في سوق رأس المال.

إن عملية البيع والشراء للأوراق المالية تتطلب معلومات كافية عن الظروف المحيطة بالسوق المالية خاصة درجة النمو، التضخم، أسعار الفائدة، البطالة، كل هذه الظروف يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية ويمكن أن نوجز أهم المعلومات المؤثرة في سوق رأس المال ومنه على القيمة السوقية فيما يلي[1]:

- ظروف الاقتصاد العالمي: أزمات مالية، تغيرات النظام المالي والنقدي.
- ظروف الاقتصاد المحلي: معدلات النمو، التضخم، مستويات معدل الفائدة، معدل البطالة.
- ظروف الصناعة: المنافسة، فرص مستقبلية لتطور المنتجات أو المبيعات.
- ظروف الشركة المصدرة للأوراق المالية.

الفرع الخامس:أثر عدم تجانس المعلومات في السوق المالي.

يعتبر عدم تجانس المعلومات من بين المشاكل التي تؤثر على الأداء الجيد للأسواق المالية، وبالتالي ضعف التوجيه الرشيد للمدخرات نحو الاستثمارات المربحة والأكثر إنتاجية، مما لا يحقق أغراض النمو الاقتصادي ويقصد بعدم تجانس المعلومات أن المعلومات المتوفرة لدى بعض المتعاملين لا يملكها الآخرون مما يجعل أحد الأطراف أكثر إلماما بالمعلومات فتؤثر على القرارات الاستثمارية مما يترتب عليه انتشار المضاربات الغوغائية التي تضعف كفاءة السوق لما تؤدي إليه من تسعير خاطئ للأصول المالية وعدم التخصيص الكفء للموارد المالية[2].

ولعدم تجانس المعلومات مشكلتين الأولى تكون سابقة لعملية الصفقة"exant" وتسمى مشكلة الاختيار السيء والثانية بعد إتمام الصفقة"export" وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية نعني بـــ"exant" عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من المؤسسات التي تريد الحصول على موارد تمويل مما يعرضهم للاختيار السيء لما يرغبون فيه، وعدم توجيه ادخاراتهم نحو الاستثمار السليم مما يترتب عليه نتائج سلبية، أما "export" وتحدث لما يقوم مديرو الشركات بإخفاء نتائج شركاتهم، بحيث لا يمكن التحقق منها أولما يستخدم المديرون الأموال دون رضى أصحابها[3].

ويرتبط بالمشكلتين السابقتين مشكلة أخرى هي مشكلة السعي للاستفادة دون دفع التكاليف وتحدث عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جمع المعلومات للاستفادة من المعلومات التي يقوم الآخرون بجمعها الأمر الذي يثبط من حافز الحصول على المعلومات[4].

---

(1) حنفي عبد الغفار، أسهم وسندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003، ص 152.

(2) R. Ferrandier & V. Koen, marches des capitaux et technique financiers, édition Economica paris, 1997, p23.

(3) السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية: نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، بيروت 1999، ص17.

(4) شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 56.

المبحث الثالث: ماهية الأسواق المالية الناشئة

إن ظهور الأسواق المالية الناشئة يعتبر حدثا شد الانتباه في دنيا المال والأعمال، فظهور مثل هذه الأسواق في دول أقل نموا جعل البعض يطلق عليها لفظ المعجزة، كما أنها استقطبت الكثير من المستثمرين نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه والذي جعلها مصدر لتنويع محافظهم، ولقد ساهمت هذه الأسواق بشكل كبير في تنمية بلدانها نظرا للتدفقات الكبيرة نحوها، ولقد ساهمت عدة عوامل في ظهور هذه الأسواق منها ما هو داخلي أطلق عليه عوامل الجذب، ومنها ما هو خارجي تعرف بعوامل الدفع، لهذا سيتم الإلمام بكل ما يتعلق بالأسواق المالية الناشئة من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الناشئة وأشكال التدفقات المالية الوافدة إليها.

ظهر في عالم الأسواق المالية نوع جديد من الأسواق، حقق نجاحات باهرة أسالت الكثير من الحبر في تحديد مفهومها، وهذا الفضول على مثل هذه الأسواق، جاء نتيجة استقطابها لأحجام ضخمة من التدفقات المالية، لهذا ستقوم من خلال هذا المطلب التطرق إلى تحديد مفهومها وأشكال التدفقات المالية الوافدة إليها.

الفرع الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة.

هناك عدة تعريف مقدمة للأسواق الناشئة، إذ يعتبر لفظ الأسواق الناشئة لفظا حديثا في أدبيات الاستثمار العالمي، إذ كان يستخدم في أوائل الستينيات وبعدها عدة ألفاظ، منها الدول المتخلفة، الدول النامية، دول الجنوب أو دول العالم الثالث، وعليه كان أول من استخدم لفظ الأسواق الناشئة للدلالة على أسواق الأوراق المالية بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولية IFC في دراستهم لنمو الأسواق المالية في المناطق الأقل تقدما في العالم وتعرفها مؤسسة التمويل الدولية كما يلي: "هي تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والنشاط، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم"[1].

وتعرف أيضا حسب الشركة المالية الدولية (société financière internationale) "تعتبر السوق الناشئة كل سوق للأسهم أو القروض في بلدان لا تتجاوز فيها قيمة الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد 8955 دولار لسنة 1994، علما أن القيمة الأخيرة هي الحد الأدنى الذي حدده البنك العالمي لتمييز البلدان ذات الدخل المرتفع، ومن ثم فهي أسواق مالية في بلدان لا تعتبر (بالاستناد للبنك العالمي) بلدان ذات دخل مرتفع"[2].

ويعرفها البعض بأنها تلك الأسواق التي تتصف بانخفاض مجموع القيم السوقية لكافة الأسهم المدرجة، قياسا من الناتج المحلي الإجمالي إلى جانب العمق والسعة المحدودين فيما يتعلق بالأدوات المتداولة، مع قيود مفروضة على تدفقات رأس المال وعلى حركة أسعار الصرف، وقلة المعلومات عن الأسهم المدرجة، وارتفاع في تكاليف المعاملات وعمولات السمسرة[3].

---

(1) د. عمر صقر، العولمة واقتصاديات معاصرة، مرجع سبق ذكره،ص106.

(2) C.Deboissieu& A.Henriot& R.Sol, les marchés de capitaux émergents, revue problèmes économiques, n°2541-2542 du5-12 nov1997, p15.

(3) د. عماد صالح سلام، مرجع سبق ذكره، ص251.

فحسب مؤسسة التمويل الدولية أصبح لديها اليوم معنى أكثر شمولا لمفهوم الأسواق الناشئة[1]، فمن ناحية يعني لفظ "ناشئة" أنه يوجد شيء من التغيير بصدد الحدوث وأن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم النشاط ولا يوحي ببوادر أي تغيير ومن جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ "سوق ناشئة" لسوق أوراق مالية في أي اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق نفسه، ويرجع ذلك إلى نمو سوق المال ويرتبط بصورة قوية ويأتي بعد نمو الاقتصاد المعني، فخبراء مؤسسة التمويل الدولية يستخدمون هذا المفهوم وبذلك فهم يربطون بين تصنيف سوق المال وتصنيف الاقتصاد نفسه، فحتى لو كان السوق منظما ويعمل بكفاءة سيطلق عليه لفظ ناشئ مادامت الدول أو الاقتصاد مازال ناميا[2].

وعليه نطلق لفظ سوق ناشئ على سوق الأوراق المالية في أية دولة إذا توفر على الأقل أحد المعيارين التاليين:

- إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام.
- إذا كان السوق نفسه بصدد النمو.

وقد مر كل سوق بمرحلة السوق الناشئ في بداية تطوره، فبالنسبة إلى المستثمر البريطاني في بداية القرن العشرين كان السوق الأمريكي يعتبر سوقا ناشئا بينما كان السوق الياباني يعد سوقا ناشئا في الستينات وحتى بداية السبعينات من القرن العشرين.

وتتمثل الأسواق الناشئة هذه الأيام في الاقتصاديات الآسيوية الآخذة في النمو بمعدلات سريعة والمعتمدة إلى حد كبير على الصادرات مثل كوريا الجنوبية، تايوان، الصين، والأسواق الحديثة العهد بالخصخصة في أمريكا اللاتينية كالبرازيل، المكسيك، الأرجنتين، والدول الحديثة العهد بالنظام الرأسمالي في أوروبا الشرقية.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق الناشئة بـــ 38 سوقا على المستوى العالمي، منها 13 سوقا في قارة آسيا، 12 سوقا في أمريكا اللاتينية و 07 أسواق في أفريقيا و أوروبا و06 في الشرق الأوسط[3].

إن المستوى الذي وصلت إليه هذه الأسواق نتيجة للتطورات العميقة والسريعة التي شهدتها في السنوات الأخيرة، تمثلت أساسا في فتح أسواقها وتحريرها من القيود، والسعي لاستيعاب المستجدات في الأدوات والمؤسسات المالية، والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات.

كما نشير إلى أن الأسواق الناشئة تختلف فيما بينها فيما يتعلق بمستوى الادخارات المحلية فالبلدان الأسيوية تتميز بتوفرها على إدخارات محلية معتبرة، وهو ما يسمح لها بتمويل النمو فيها بأقل درجة من التضخم، وتجنب تقييم عملتها بأكثر من قيمتها، فبالرغم من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلا أن تمويل الاقتصاد لا يزال

---

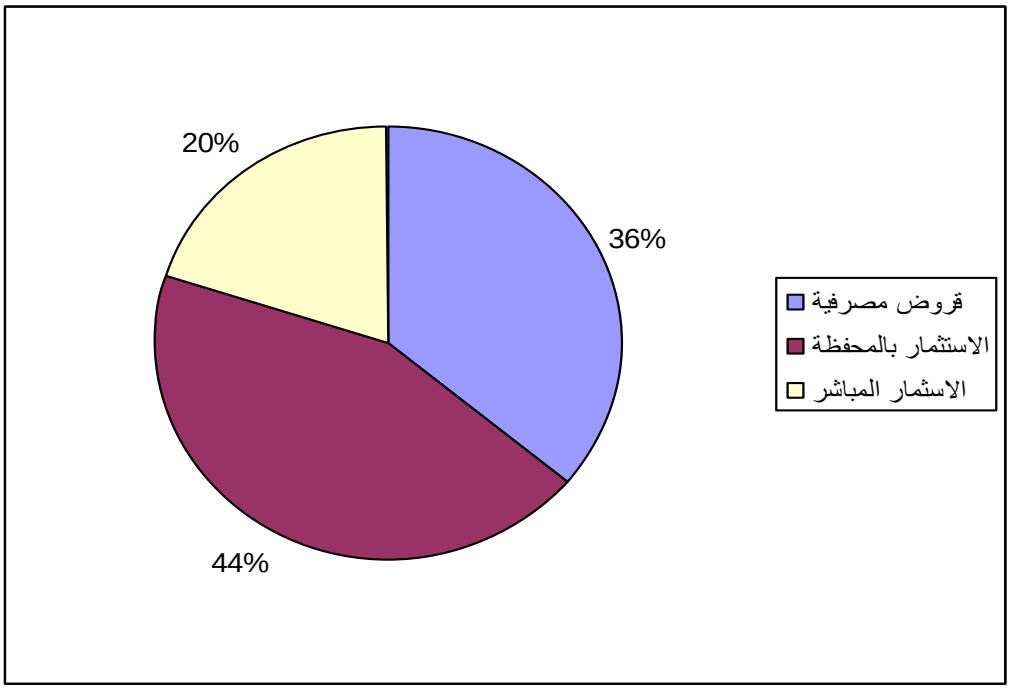
(1) د.هالة حلمي سعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، رسائل البنك الصناعي، العدد58، الكويت1999، ص(23-24).

(2) Mobius Mark, Mobius on emerging markets, pitman publishing, London1996, p97.

(3) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2006، ص122.

مراقبا من طرف نظام مالي مدار وبالمقابل بلدان أمريكا اللاتينية، فالوضعية تختلف، فالبلدان التي تنتمي إلى هذه المنطقة باستثناء التشيلي لا تتوفر على ادخارات محلية كافية، فمثلا المكسيك وقعت اتفاقية مع الولايات المتحدة الأمريكية وكندا كانت تحصل على رؤوس أموال من البلدين[1]، إلا أنه تبقى هذه الأسواق تجذب المستثمرين الدوليين، الأمر الذي ترتب عليه زيادة تدفقات رأس المال الأجنبي مع الإشارة على أنه حدث اختلاف في أسلوب تدفقات رأس المال الأجنبي إلى الدول الناشئة حيث تحول من صيغة القروض المصرفية إلى صيغة الأوراق المالية بالإضافة إلى النمو السريع لسوق عالمية لإصدارات الأسهم يتجاوز الحدود الإقليمية، و يساعد في هذا النمو المتزايد عالميا لتحويل القروض المصرفية المباشرة إلى أدوات مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية (التوريق)[2]، والشكل الموالي يوضح تركيبة تدفقات رؤوس الأموال خلال الفترة 1990-1995.

الشكل رقم (06): تركيب تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة (1990-1995).



المصدر: محمد العريان، **إلى أين تتجه الأسواق الناشئة؟**، مجلة التمويل والتنمية العدد02 جوان2000، ص06.

وتصنيف الأسواق الناشئة حسب شركة "Standard & Poor's" (المتخصصة في تصنيف دول العالم حسب معايير على أساس عدة مؤشرات اقتصادية، منها الناتج المحلي ونصيب الفرد...)، إذا توفر فيها الشرطان الآتيان على الأقل[3]:

- أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.

(1) د. عمر صقر، مرجع سبق ذكره،ص104.

(2) Frediric Teulon ,les marchés des capitaux, seuil1997, p51.

(3) سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة- حالة الأسواق الأوراق المالية العربية-، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2004، ص(44-45).

– أن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام لقد كان تعريف Standard&Poor's للأسواق الناشئة يعتمد إلى غاية 1995 على تصنيف البنك الدولي للاقتصاديات المتوسطة والضعيفة الدخل، حيث تعتبر اقتصاديات الأسواق الناشئة إذا كان الناتج المحلي الخام للفرد لا يتجاوز العتبة (الحد) التي يحددها البنك الدولي، لتمييز هذه الدول عن الدول المرتفعة الدخل إلا أن هذه الطريقة أصبحت غير ناجعة، فالاعتماد على الدولار لحساب الناتج الخام للفرد يتأثر بالتقلبات الحادة لمعدل سعر الصرف، هذا بالإضافة إلى تحفيز الإحصاءات الخاصة، بالناتج المحلي الخام يلزمها الكثير من الوقت، وبالتالي تنشر متأخرة، لتجاوز هذا الضعف لجأ S & P إلى طريقة أخرى تتمثل في مقارنة الناتج المحلي الخام للفرد خلال السنوات الثلاثة الماضية بالعينة التي يحددها البنك الدولي..

الميزة الثانية للأسواق المالية الناشئة تتمثل في الضعف النسبي لرأس المال القابل للاستثمار نسبة للناتج المحلي الخام، ويعرف رأسمال السوق القابل للاستثمار برأسمال السوق بعد خصم رأس المال الذي لا يسمح للأجانب بالاستثمار فيه فتكون السوق ناشئة إذا كانت لا تنتمي لـــ 25% الأولى من الأسواق المضيفة وفقا لهذا المعيار، وذلك خلال إحدى السنوات الثلاث الماضية، وكما يلاحظ أن المعيار الأخير يركز على مدى انفتاح السوق الاستثمارية الأجنبية، فالأسواق التي تضع حدود للاستثمارات مثل القيود على الاستثمار الأجنبي، مراقبة رأس المال، تدخل الحكومة في الشركات المدرجة في السوق والتشريعات، تقييد نشاط السوق أو بالخصوص الاستثمار الأجنبي تعتبر عموما أسواقا ناشئة.

وفقا لهذا التعريف نجد أن قاعدة معطيات الأسواق الناشئة توفر مؤشرين للسعر والعائد المؤشر العام "IFCG "منذ عام 1981، ومؤشر قابلية للاستثمار" IFIC " وذلك منذ مارس 1993 إن هذه القاعدة توفر وسيلة جديدة لتقييم أداء الأسواق الناشئة، وذلك لاعتمادها على بنية معطيات موحدة، بينما كانت الأسواق الناشئة تقوم بحساب مؤشراتها على أسس تختلف من بلد لأخر بطرق مختلفة.

إن أهمية تحليل الأسواق الناشئة ترتكز على عوامل وحركة المؤشرات على مستوى الدولة أو على المنطقة، وفي هذه الحالة يكون التحليل على مستوى القطاعات الصناعية وسيلة ضرورية لتقييم اختيار المحافظ على المستوى العالمي، استجابة لهذه الحاجة يوفر S & P عام 1991 مؤشرات حسب القطاع وحسب الصناعات، وهذا في كل من المؤشر العام ومؤشر القابلية للاستثمار، إلى جانب الأسواق الناشئة هناك أيضا ما يعرف بأسواق الحدود "frontier markets" وهي أسواق صغيرة نسبيا، وغير سائلة حتى بمقاييس الأسواق الناشئة، وتكون فيها المعلومات عادة أقل وفرة من الأسواق الأخرى، بحسب مؤشر S & P كما أنها تعتبر أسواقا قابلة للاستثمار ولو أنها قد تكون مفتوحة للأجانب[1].

الفرع الثاني: أشكال التدفقات إلى الأسواق الناشئة.

عرفت السنوات الأخيرة تغيرا في شكل تدفقات رأس المال إلى الدول النامية وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

---

(1) Frediric Teulon ,Op.cit, p52.

الجدول رقم (07): أشكال التدفقات إلى الأسواق الناشئة **(مليار دولار).**

البيان	1989-1983	1999-1990
المتوسط السنوي الصافي لتدفق الاستثمار الأجنبي	13.3	39.1
المتوسط السنوي الصافي لتدفق رأس المال للاستثمار في الأوراق المالية	6.5	43.6

المصدر:د. عمر صقر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية2000-2001، ص 109.

من خلال هذا الجدول تظهر لنا الأهمية النسبية لتدفق رأس المال للاستثمار في الأوراق المالية للدول النامية، وعليه أصبحت تمثل أهم مصدر لتدفق رأس المال إلى هذه الدول، وتتكون عموما تدفقات رأس المال للاستثمار في الأوراق المالية للدول النامية من ما يلي[1]:

1- إصدار سندات الدولة:

لقد سجلت زيادة في إصدار السندات إلى جانب الدول النامية في أسواق رأس المال الدولية، فبعد أن كانت 3.6 مليار دولار في عام 1990 ارتفعت إلى 59.3 مليار دولار في سنة 1993 إلا أنها انخفضت قليلا في سنة 1994 حيث سجلت 47.6 مليار دولاركما ارتفع نصيب الدول النامية من إجمالي السندات المصدرة في الأسواق الدولية، فبعد أن كانت 2.8% عام 1990 ارتفعت إلى 12.4% في عام 1993.

بالإضافة إلى هذا فقد حدث تحسن في شروط إصدار السندات الجديدة للدول النامية ابتداء من أوائل التسعينات، حيث انخفض متوسط العائد على الإصدار بالدولار الأمريكي من أكثر من 400 نقطة في أوائل عام 1991 إلى 187 نقطة في الربع الأول من عام 1994 ويرجع هذا إلى تحسن الجدارة الائتمانية للدول النامية مع قيام عدد من الدول المقترضة الرئيسة بإجراء إصلاحات في البيئة الاستثمارية خلال السنوات الماضية.

2- حقوق الملكية:

بالنسبة لحقوق الملكية التي تصدرها الدول النامية في الأسواق الدولية، فقد عرفت زيادة سريعة خلال الفترة 1990-1994 وهذا بسبب خصخصة شركات القطاع العام في عدد من الدول النامية، وقد ارتفعت قيمة إصدارات حقوق الملكية من 1.3 مليار دولار عام 1990 إلى 7.9 مليار دولار سنة 1994، كما ارتفع نصيب الدول النامية من إجمالي حقوق الملكية المصدرة في الأسواق الدولية من 16% سنة 1990 إلى 41% سنة 1992، إلا أنها عرفت انخفاضا عام 1994 حيث بلغ 19% فقط، وتتركز حقوق الملكية التي يتم إصدارها من قبل شركات الدول النامية في الأسواق الدولية في شركات الاتصالات والكهرباء، والصناعات البترولية والبنوك.

(1) د. عمر صقر، مرجع سبق ذكره، ص(110-111).

3- الشراء الأجنبي المباشر للأوراق المالية من الأسواق المحلية للدول النامية:

لقد أصبح الشراء الأجنبي المباشر للأوراق المالية من الأسواق المحلية للدول النامية مصدرا هاما لتدفقات الأموال، إذ بحلول عام 1994 نجد أن التدفقات إلى الدول النامية المتولدة عن هذا الشراء بلغت على الأقل ما يساوي مجموع التدفقات التي نتجت عن إصدار السندات وتعتبر صناديق استثمار الأسواق الناشئة المشتري الرئيسي لهذه الأوراق.

إن حالة النمو القوي لتلك الأسواق أدت إلى انتشار الاستثمار بشكل غير عادي والتي من المتوقع لها أنها ستشهد انتعاشا كبيرا في أسواق تلك الدول على المدى الطويل، وقد أحست الدول الكبرى كأمريكا وأوروبا أهمية الأسواق الناشئة وبدأت حركة تأسيس صناديق للاستثمار في تلك الدول الكبرى[1]، والجدول الموالي يوضح حركة نمو هذه الصناديق وكذا أصولها خلال عامي 1993-1994.

الجدول رقم(08): نمو صناديق الاستثمار وقيمة أصولها

البيان	1993	1994
عدد صناديق	594 صندوق	908 صندوق
الاستثمار قيمة أصولها	90 مليار دولار	132 مليار دولار

المصدر:منى قاسم، **صناديق الاستثمار والبنوك والمستثمرين**، الدار المصرية اللبنانية للنشر، القاهرة1998، ص62.

وتقدر مشتريات هذه الصناديق من الأوراق المالية للأسواق الناشئة بحوالي 100 مليار دولار خلال الفترة 1990- 1994 ففي عام 1993 فقد بلغت المشتريات حوالي 18 مليار دولار ثم ارتفعت إلى 164 مليار دولار عام 1994، وكذلك تعتبر صناديق الاستثمار العالمية من بين الحائزين الرئيسين للأوراق المالية للدول النامية.

المطلب الثاني: ظهور الأسواق الناشئة وتطورها.

إن ظهور الأسواق الناشئة تزامن مع بداية عودة البلدان السائرة في طريق النمو إلى البحث عن تمويلات في الأسواق المالية الدولية، أي بتعبير آخر مع بداية دخول الطرق المقترحة لتسيير أزمة المديونية حيز التطبيق (إعادة الجدولة) والتي ساهمت في إعادة الثقة للمستثمرين في هذه البلدان ومن ثم إمكانية حصولها على تمويلات من الأسواق المالية[2].

هكذا، فقد تزايد حجم رؤوس الأموال المتوجهة أو الداخلة نحو هذه البلدان خاصة في بداية التسعينات تنتقل من 102 مليار دولار سنة 1990 إلى ما يقارب 231 مليار دولار سنة 1995 بالرغم من تناقص حجم دخول رؤوس الأموال في سنوات 1994 و1995 نظرا للأزمة المكسيكية.

وقد يعود سبب استقطاب أو اجتذاب هذا الحجم من رؤوس الأموال من طرف الدول السائرة في طريق النمو إلى أسباب داخلية خاصة بها، وإلى أسباب خارجية عنها فالأسباب الداخلية ترجع إلى حدوث عدة تغييرات

(1) منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص63.

(2) J.Adda, la mondialisation de l'économie: T2 problèmes, édition casbah, 1998, p72.

في هذه البلدان، تغيرات قد تعتبر في بعض الحالات بمثابة تغيرات هيكلية لاسيما تخفيض الرقابة على الصرف، تحسين إجراءات المقاصة والتسوية لكن على الخصوص تطبيق برامج الخوصصة (خاصة في دول أمريكا اللاتينية)[1] تطبيق سياسات نقدية تقييدية خلال الثمانينات في معظم الدول السائرة في طريق النمو كذلك لابد من الإشارة إلى انتقال العديد من الدول من اقتصاد مسير إلى اقتصاد حر وهو ما انجر عنه ظهور أسواق مالية جديدة خاصة في دول أوربا الشرقية، هكذا يمكن اعتبار أن ظهور الأسواق الناشئة ما هي إلا استجابة للحاجة إلى ضمان للتمويلات قصد تحقيق التنمية الاقتصادية، الأمر الذي قد يستدعي رفع أو إزالة القيود التنظيمية في الأنظمة المالية، فعلى سبيل المثال فقد تزامن ارتفاع مستوى النمو الاقتصادي في دول شرق آسيا مع درجة رفع أو إزالة القيود التنظيمية للأنظمة المالية "Déréglementation "[2].

و إذا كانت عملية تحرير الأنظمة المالية و انفتاحها تعود إلى فترات الستينات في هونغ كونغ و سنغافورة، ففي الصين تعتبر هذه العملية في مراحلها الأولى[3].

كل هذه العناصر يمكن اعتبارها كأسباب داخلية لتبلور الأسواق الناشئة، وقصد تبيان مدى توجه البلدان إلى عملية رفع القيود التنظيمية لأنظمتها المالية بإمكاننا أن نستعرض جملة من الإحصائيات[4]، ففي الفترة من 1991 إلى 1993 قام 11 بلدا من البلدان السائرة في طريق النمو برفع كلي أو جزئي لأنظمة الرقابة على الصرف والتي كانت سائرة المفعول آنفا، بالإضافة إلى قيام 15 بلدا سائر في طريق النمو بتخفيف القيود التي كانت تطبق في السابق على استثمارات الحوافظ المالية وإضافة إلى هذا فقد عمد 23 بلدا من البلدان النامية إلى التخفيض من الرقابة التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر، في حين قامت خمسة بلدان بالتقليل أو الإزالة النهائية للرقابة عن خروج (أو تصدير) رؤوس الأموال.

هذا فيما يخص الأسباب الداخلية لظهور الأسواق الناشئة، لكن كما أشرنا فثمة هناك أسباب خارجية عن هذه البلدان، ولعل من أهم هذه الأسباب انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك في محاولة من طرف بنك الاحتياطي الفيدرالي FED للخروج من حالة الركود التي كان يعاني منها الاقتصاد الأمريكي، ولقد استمر تخفيض أسعار الفائدة من سنة 1990 إلى غاية 1993، وقد ظهر الميل لدى باقي الدول المصنعة، لتخفيض أسعار الفائدة لديها، ونظرا لحالة الركود الاقتصادي التي كانت تشهدها معظم الدول المصنعة (الولايات المتحدة الأمريكية، دول أوروبا الغربية واليابان) وكذلك انخفاض أسعار الفائدة وظهور فائض في الادخار في الدول المصنعة أو بتعبير آخر التحركات الدولية لرؤوس الأموال نحو هذه الدول، لاسيما وأن الحواجز التي من شأنها إعاقة هذه التحركات قد رفعت في فترة الثمانينات.

---

(1) P.Darvisent& J.Petit, échange et finance international: T1les en feux, la revue banque editeur1996, p (383-385).

(2) Y.Crozet& L.Abdelmalki& D.Dufourt& R.Sandretto, les grandes questions de l'économie internationale, édition Nathan, Pais1997, p220.

(3) P.Darvisent& J.Petit, Op.cit, p (384-385).

(4) Y.Crozet& L.Abdelmalki& D.Dufourt& R.Sandretto, Op.cit, p227.

إضافة إلى ذلك فالتطورات التي عرفتها عدة دول نامية وأنظمتها المالية (الخوصصة، الانتقال للاقتصاد الحر) فكل هذا قد يعتبر كعامل جذب لرؤوس الأموال الأجنبية نحو هذه الدول فتسجيل معدلات نمو عالية في دول جنوب شرق آسيا والصين (دوما أكبر من 8% انطلاقا من سنة 1992 مع تسجيل معدل نمو يقدر بـــ 14.2% في الصين سنة 1992) والمردودية العالية للتوظيفات القصيرة الأجل في أمريكا الجنوبية نظرا لارتفاع أسعار الفائدة فيها (عدة بلدان كانت تعاني من التضخم كالأرجنتين مثلا) قد أديا إلى الانتقال الكبير لرؤوس الأموال من الدول المصنعة إلى الدول السائرة في طريق النمو، والأمر الذي جعل الاقتصادي (J.ADDA) يعتبر أن هذه الظاهرة هي بديل عن المديونية التي كانت في السابق وبالتالي فيمكن التخمين أن العولمة المالية وباعتبارها هي ظاهرة نشوء نظام مالي دولي غرضه تخصيص رؤوس الأموال على المستوى الدولي، قد أسهمت في ظهور الأسواق الناشئة مادام أن رؤوس الأموال أصبحت توجه من أجل تحقيق المردودية المثلى[1].

بعد استعراض أهم الأسباب التي قد آلت إلى تبلور الأسواق الناشئة قد يجدر بنا الأمر أن نبين أهم المراحل تكون التي قد تتضمنها عملية بروز أو ظهور أي سوق ناشئة وفي هذا الإطار يميز الكاتب الاقتصادي (Y.Croket) أو آخرون بين أربع مراحل لتطور السوق الناشئة[2]:

1. المرحلة الأولى: تتصف الأسواق الناشئة، خلال هذه المرحلة بقلة عدد الشركات المدرجة (المسعرة) وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار، مع ارتفاع درجة التركيز وانخفاض في السيولة

2. المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم البدء في اجتذاب المستثمر الأجنبي، ومع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة بالرغم من تزايد الاعتماد كمصدر التمويل.

3. المرحلة الثالثة: تصبح عوائد السوق أقل طلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة، كما تزداد حركة التداول كنتيجة لقيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تمت خوصصتها بطرح أولي، إصدارها للجمهور، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة المالية الناجحة.

4. المرحلة الرابعة (الأخيرة): هنا تصبح الأسواق الناشئة أكثر نضجا، حيث ترتفع فيها بدرجة كبيرة، من السيولة، وأنظمة المتاجرة، وبالتالي يزداد اتساع السوق المالي وتنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية، وتعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة، كما هو الحال في هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، تايوان.....

---

(1) P.Chalmin, les limites du miracle asiatique, revue problèmes économiques, n°2559, Mars1998, P03.

(2) د.أحمد بوراس العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية،العدد17 منشورات جامعة قسنطينة، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة– الجزائر، جوان2002، ص 14.

إن وجود كل هذه المراحل قد تفسر وجود تنوع في الأسواق الناشئة، ويبدو هذا التنوع أيضا من خلال تبيان بعض الفوارق في رؤوس الأموال التي تتجه إلى هذه البلدان سواء من حيث طبيعتها، تمركزها....، ويمكن تلخيص رؤوس الأموال هذه فيما يلي:

انطلاقا من سنة 1990 عرفت الأسواق الناشئة إقبال متزايد لرؤوس أموال أجنبية صادرة عن القطاع الخاص، وحسب صندوق النقد الدولي فقد بلغت ما قيمته 211 مليار دولار سنة 1995 و لقد تجاوزت قيمة تدفقات رؤوس الأموال العمومية في إطار التمويل الدولي للبلدان الناشئة.

فبعد أن كانت تدفقات رؤوس الأموال العمومية تمثل ثلثي (2/3) مجموع تدفقات رؤوس الأموال الطويلة التي كانت تتلقاها الأسواق الناشئة في وسط الثمانينات، أصبحت في الوقت الحالي تمثل ربع هذا المجموع ففي سنة 1995 كانت 72% من التدفقات عبارة عن رؤوس أموال خاصة[1].

ثمة هناك تمركز جغرافي للمناطق التي تتجه إليها رؤوس الأموال هذه، ففي سنة 1995 كان تقريبا نصف تدفقات رؤوس الأموال المتوجهة للدول النامية يتجه إلى قارة أسيا، أما في الفترة من سنة 1989 إلى 1993، فقد كان 70% من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول السائرة في طريق النمو يتجه إلى آسيا وأمريكا الجنوبية كذلك، لابد من الإشارة إلى أن منطقة جنوب شرق آسيا كانت تتلقى ما قيمته 40% من تدفقات رؤوس الأموال المتوجهة نحو الدول النامية[2]. علما أن في الفترة 1990-1994 كانت 30% من مجموع الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية من نصيب الصين، وإضافة إلى كل هذا، وقصد تبيان مدى التمركز الجغرافي للتحركات الدولية لرؤوس الأموال نحو الدول النامية فتشير أن 50% من مجموع استثمارات الحوافظ المالية التي تمت في الفترة 1990-1994 هي من نصيب 5 بلدان فقط[3].

وبالرغم أن منطقتي جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية تعتبران المنطقتين اللتين تحصلان على أكبر حصة من تدفقات رؤوس الأموال المتوجهة نحو الدول النامية، لكن نشير أنه ثمة هناك بعض الفوارق بين المنطقتين، ففي أمريكا اللاتينية كانت التمويلات الخارجية تسمح بتمويل العجز الجاري المتنامي في ميزان المدفوعات (على غرار ما كان يحدث في المكسيك).

أما في جنوب شرق آسيا، فلم يتزامن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مع عجز في ميزان المدفوعات بل أدى إلى تزايد احتياطات الصرف(350 مليار دولار في قارة آسيا سنة 1994) إضافة إلى هذا فهناك اختلاف ثاني مرتبط بتركيبة رؤوس الأموال الأجنبية التي تلقتها آسيا على شكل استثمارات أجنبية مباشرة بنسبة61% و على شكل استثمارات الحوافظ المالية بنسبة 29% في المقابل كانت رؤوس الأموال الأجنبية التي توجهت إلى أمريكا اللاتينية مكونة من استثمارات أجنبية مباشرة بنسبة 30% و 60% بالنسبة لاستثمارات للحوافظ المالية[4].

---

(1) C.Deboissieu& A.Henriot& R.Sol, Op.cit, p16.

(2) J.Adda, Op.cit, p39.

(3) Y.Crozet& L.Abdelmalki& D.Dufourt& R.Sandretto, Op.cit, p224.

(4) Ibid, p226.

وقد يرجع هذا إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا في بداية التسعينات وارتفاع مردودية التوظيفات قصيرة الأجل في أمريكا اللاتينية كما سبق وأشرنا.

وفي إطار الحديث عن تركيبة تدفقات رؤوس الأموال، لابد أن نشير إلى حدوث تغيير أو طفرة في هذه التركيبة انطلاقا مع بداية التسعينات وهو ما يظهره الجدول التالي:

الجدول رقم(09): تركيبة تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة (مليار دولار)

البيـــــــان / السنـــــوات	1991	1992	1993	1994	1995
إجمالي التدفقات الصافية لرؤوس الأموال	155.9	133.7	180.2	163.6	211.2
الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحوافظ المالية	68.5	82.1	147.2	120.2	125.9
استثمارات أجنبية مباشرة صافية	30.8	35.8	54.9	66.9	83.0
استثمارات الحوافظ المالية الصافية	37.7	46.2	92.3	53.3	42.9
استثمارات أخرى(قروض تجارية)	82.4	51.7	33.0	43.3	85.2

Source:C. Dedoissieu& A. Henricot& R.Sol, **les marchés des capitaux émergents**, Problèmes économiques n° 2541-2542 Novembre 1997, P06.

نلاحظ من خلال الجدول أن بداية التسعينات قد عرفت تنامي سريع نسبيا لاستثمارات الحوافظ المالية والتي انتقلت من 37.7 مليار دولار سنة 1991 حتى وصلت إلى 92.3 مليار دولار سنة 1993 كحد أقصى، لكن انطلاقا من هذه النسبة تدهورت قيمة استثمارات الحوافظ المالية حتى وصلت إلى 42.9 مليار دولار سنة 1995، وفي الحقيقة يعكس هذا التطور مدى التقلب الذي قد تشهده استثمارات الحوافظ المالية والتي أشرنا سابقا أنها أقل استقرار نسبيا، إذا ما قورنت مع الاستثمار المباشر، هذا الأخير الذي عرف تزايدا لينتقل من 30.8 مليار دولار التي تحصل عليها أسواق بلدان الأسواق الناشئة، وبالتالي فنلاحظ انطلاقا من سنة 1993 حدوث تغيير في تشكيلة رؤوس الأموال بحيث نسجل تراجع استثمارات الحوافظ المالية في حين وصلت الاستثمارات المباشرة تزايدها.

وبالإضافة إلى هذه الطفرة التي حدثت في بنية تدفقات رؤوس الأموال نحو دول الأسواق الناشئة، من وجهة نظر التمييز بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحوافظ المالية، فقد نلاحظ أيضا حدوث تغيير في طبيعة تدفق رؤوس الأموال التي حصلت عليها البلدان النامية قبل وبعد ظهور الأسواق الناشئة، وذلك إذا أضفنا رؤوس الأموال هذه إلى تدفقات رؤوس أموال منشأة للديون " flux créateurs des dettes " وتدفقات غير منشأة للديون " flux non créateurs des dettes" فتدفقات رؤوس الأموال المنشأة للديون تتمثل أساسا في القروض البنكية واستثمارات الحوافظ المالية على شكل سندات، أما تدفقات رؤوس الأموال غير المنشأة للديون فتتمثل أساسا في استثمارات الحوافظ المالية على شكل أسهم والاستثمارات المباشرة.

هكذا، ففي فترة السبعينات والثمانينات كانت التدفقات المنشأة للديون تمثل أكبر حصة 89%من إجمالي تدفقات رؤوس الأموال نحو تدفقات رؤوس الأموال نحو الدول النامية، أما في فترة التسعينات أصبحت التدفقات غير المنشأة للديون هي تمثل أكبر حصة (67.7%) في حين كانت تمثل التدفقات المنشأة للديون 32.5% من الإجمالي[1].

كل هذه الملاحظات الخاصة بتدفقات رؤوس الأموال التي تتوجه إلى بلدان الأسواق النامية، ولقد انجر عن هذه التدفقات ارتفاع معتبر من حجم الأسواق المالية في هذه البلدان وحجم المعاملات فيها، فقد انتقلت رسملة الأسواق المالية في البلدان الناشئة من 238 مليار دولار سنة 1986 إلى 1900 مليار دولار سنة 1995. وهو ما يعبر عن ارتفاع أسعار الأصول من جهة، وكذلك عدد الشركات المسعرة في الأسواق المالية في هذه البلدان، فقد تضاعفت عدد الشركات المسعرة في الأسواق الناشئة لينتقل من 8916 سنة 1985 إلى 19397 سنة 1995[2].

هذا ويجب أن نشير أن الحجم اليومي للصفقات في هذه الأسواق قد ارتفع بعشر مرات من سنة 1985 إلى 1995، ففي نفس الوقت، أرتفع عدد الشركات التي يتجاوز رأسمالها مليار دولار والمسعرة في هذه الأسواق بـــ35 مرة،كذلك 42% من الشركات مسعرة دوليا كانت مسعرة في الأسواق الناشئة سنة 1993، ففي حين كانت هذه النسبة تقدر بـــ 28 % في سنة 1982، وإذا ما قارنا رسملة الأسواق الناشئة إلي باقي الأسواق في العالم، فرسملة هذه الأسواق تمثل ما قيمته 11% من الرسملة الدولية سنة 1995، إضافة إلى هذا فرسملة 14 بلد آسيوي (دون اليابان) تقدر بـــ 1500 مليار دولار، وهو الأمر الذي يجعلها ثالث رسملة في العالم بعد كل من الولايات المتحدة (5100 مليار دولار و اليابان 3720 مليار دولار)[3].

في الأخير، بقي أن نشير إلى مكانة هذه الأسواق الناشئة في الحوافظ المالية للمستثمرين المؤسساتيين، فحسب البنك العالمي، ففي سنة 1994 كان ما قيمته 5% من الحوافظ للمستثمرين المؤسساتيين الأمريكيين عبارة عن توظيف في الأسواق الناشئة علما أن هذه النسبة كانت تقدر بـــ 42% سنة 1990.

إضافة إلى هذا فقد ظهر نوع من المستثمرين المؤسساتيين اختصوا في الاستثمار في الأسواق الناشئة وهم يعرفون بـــ: (Emerging markets mutual funds) ولكي يطلق على المستثمر المؤسسي هذه التسمية لا بد أن يكون ما قيمته 60 % من أصوله على شكل أسهم وسندات مصدرة في الأسواق المالية الناشئة، ولقد ارتفع عدد هذا النوع من المستثمرين المؤسساتيين بـــ 6 مرات من سنة 1990(كان عددهم 232) إلى سنة 1995 (و انتقلت أصولها من 13.7 مليار دولار إلى 123 مليار دولار في نفس الفترة).

وفي الفترة بين 2001 و2007 سجلت اقتصاديات الدول الآسيوية الناشئة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بنحو1.6% من الناتج المحلي الإجمالي، يقابله عجز في كل من استثمارات الحوافظ المالية والاستثمارات الأخرى يقدر بـــ (-0.8%) من الناتج المحلي الإجمالي، كما أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي

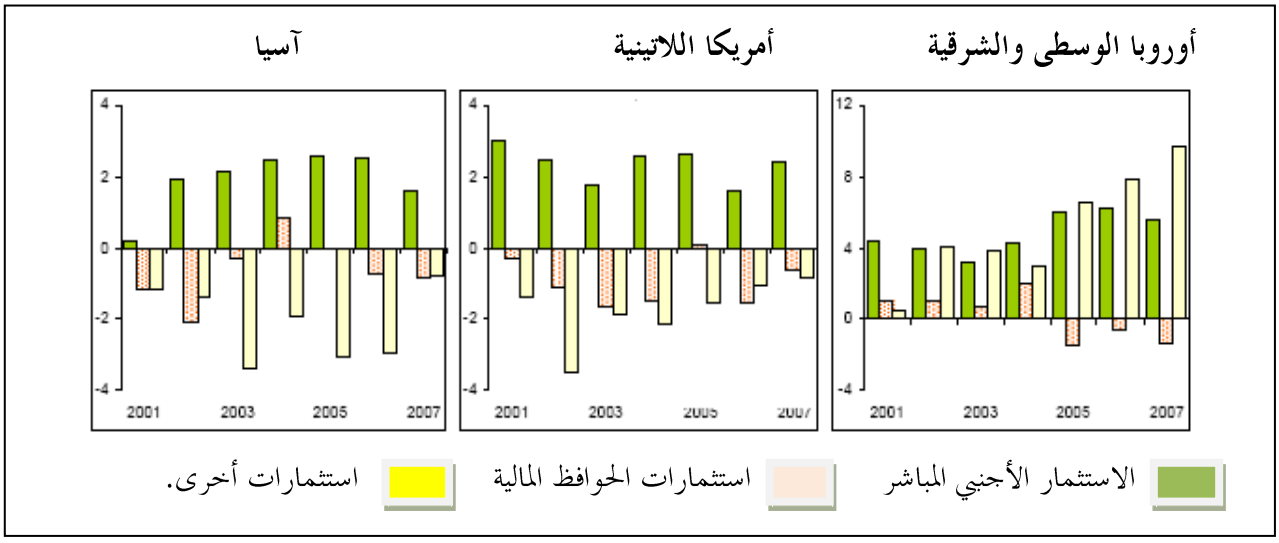
(1) Ibid, p228.

(2) C.Deboissieu& A.Henriot& R.Sol, Op.cit, p18.

(3) Y.Crozet& L.Abdelmalki& D.Dufourt& R.Sandretto, Op.cit, p225.

المباشر كان ايجابيا في دول أمريكا اللاتينية حيث بلغ 2.4% من الناتج المحلي الإجمالي، يقابله صافي تدفقات سلبية لاستثمارات الحوافظ المالية والاستثمارات الأخرى تقدر بـــ(-0.6%) من الناتج المحلي الإجمالي، أما بالنسبة لدول أوروبا الوسطى والشرقية، حيث بلغت صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر5.6% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2007، وصافي التدفقات الاستثمارية الأخرى بلغت9.7% من الناتج المحلي الإجمالي، في حين حقق صافي تدفقات استثمارات الحوافظ المالية نتيجة سلبية (-1.4%). وظل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر مستقرا نسبيا في المناطق الثلاث في الأسواق الناشئة منذ عام2001، ومع ذلك لم تشهد صافي تدفقات الحوافظ المالية إلا انتكاسات مستمرة، في حين انخفض صافي تدفقات الاستثمارات الأخرى خلال الفترة المذكورة، ولكن شهدت زيادة كبيرة في دول أوروبا الوسطى والشرقية، وهذا بسبب ارتفاع نسبة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة في هذه الدول وانخفاضها في كل من آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا أمر مخيف يجب معالجته في أقرب وقت ممكن، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم(07): تركيبة تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة في الفترة 2001-2007 (%)



Source: IMF, International Financial Statistics and World Economic Outlook.

في النهاية فخلاصة القول أن الأسواق الناشئة هي تلك الأسواق التي ظهرت في البلدان النامية (البلدان في مرحلة انتقالية) وهي تعرف حاليا على أساس الإحصائيات السابقة تزايدا في حجم المعاملات وعدد الشركات المسعرة فيها، كذلك تميزت تدفقات رؤوس الأموال أنها صادرة من القطاع الخاص، غير منشأة للديون في معظمها ولكن بالرغم من تناقص حجم الأسواق الناشئة فهذا لم يمنع من ظهور أزمات مالية في العديد منها لاسيما في منتصف التسعينات.

المطلب الثالث: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة.

يوجد تباين فيما بين الأسواق والأوراق المالية الناشئة من دولة نامية إلى أخرى وقد يتمثل هذا الاختلاف في عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات الجديدة، والقيمة السوقية للأسهم، والقدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي.

يرجع هذا التباين في أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى الاختلاف في مقومات البيئة الاقتصادية والتمويلية في الدول النامية مثل دور وحجم القطاع الخاص، قدرة المستثمرين الأجانب على الوصول للسوق، الوضع المؤسسي والإشرافي في الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الاستثمار المحلي والأجنبي بالإضافة إلي تدفق المعلومات ومتطلبات الإفصاح ومعايير المحاسبة والمراجعة، وجود مؤسسات لتقدير الجدارة الائتمانية، ولكن رغم هذا التباين القائم بين أسواق الأوراق المالية الناشئة إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص، التي تقسم إلى[1]:

الفرع الأول:الخطر والمردودية.

الخطر الذي ينجم عن استثمارها في أصل مالي، يتضح عادة عبر الـــ" volatilité" أي بالفارق المعياري للمردوديات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستنادا إلى النظرية المالية الحديثة، فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

1- **الخطر الناجم عن استثمار في أصلي مالي:** نتيجة ضعف الرسملة وقلة السيولة في الأسواق الناشئة، فإن إعادة توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سنداتهم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار، باتجاهي الارتفاع والانخفاض على حد سواء فهذه الأسواق هي أيضا شديدة الحساسية إزاء بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية، أو الأزمات البترولية التي تؤثر على مجمل الاقتصاد، وما حدث في فينيزويلا إثر اندلاع حرب الخليج الثانية في عام 1991 إذ كان لتقلبات أسعار البترول بالغ الأثر على أسعار البورصة التي ازدادت بمعدل سبعة أضعاف كذلك فإن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي، والشفافية المحدودة للأسواق تشكل عوامل هامة لعدم استقرار الأسعار، مثال هذا الارتفاع الحاد للبورصة الفيترويلية فور الإعلان عن الانقلاب الفاشل على حكم "H. Chavez" سنة 2002.

إن تقلب أسعار القيم في البورصة هو أداة قياس كمية تجمع بين كافة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسواق الناشئة منها الخطر المرتبط بأفاق النمو الاقتصادي، وبنتائج المشروعات، الخطر السياسي، خطر الصرف.... أما خطر السيولة فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، فكل خروج لرؤوس الأموال قد تكون له آثار هامة على تطور مؤشر السوق المحلي، إلى جانب خطر التقلب يوجد خطر آخر، يقتصر حصرا على الأسواق الناشئة وهو راجع إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، والحماية غير الكافية الموفرة للمستثمرين وذلك راجع إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، وأخيرا إلى غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والتسليم، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

---

(1) د.وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية معاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس المنبع، لبنان2003، ص(104-117).

الجدول رقم(10): تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة.

الأسواق	عدد الأشهر	التقلبات (%)
الأرجنتين	60	68.07
البرازيل	60	81.68
الصين	24	45.36
إندونسيا	51	35.09
باكتسان	45	41.01
بولونيا	24	99.56
تركيا	60	64.02
فيترويلا	59	69.74
زيمبابوي	18	42.50
المؤشرات الإقليمية		
مؤشر IFCI	60	25.85
أمريكا اللاتينية	60	29.31
آسيا	60	24.21
أوروبا الشرقية الأوسط آسيا	60	36.78
الأسواق المتقدمة		
الولايات المتحدة	60	12.41
أوروبا، استراليا، الشرق الأقصى	60	18.81

Source: E.Tchemeni, **marchés émergents**, encyclopédie des marchés financiers, édition Economica, paris1997, p917.

تمثل المعطيات متوسط سنوي للتقلبات الشهرية لمدة خمسة سنوات وأكثر حتى94/12/31 ويوضح الجدول أن نسب تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة هي جد مرتفعة (أكثر من 99% أحيانا) مما يوحي بارتفاع الأخطار فيها، وهذا يعود أساسا إلى ضعف رسملة الأسواق وضعف سيولتها، وحساسية هذه الأسواق للمعلومات الواردة إليها ولعوامل خارجية، وبالتالي فإن أسعار الأصول المالية تتجه دائما نحو التذبذب بالانخفاض والارتفاع مما يرفع من نسب الأخطار فيها، سواء تلك الأخطار المتعلقة بآفاق نمو الاقتصاد ونتائج المؤسسات والأخطار السياسية أو تلك الأخطار المتعلقة بسيولة السوق، وبالموازاة مع ارتفاع الأخطار في السوق الناشئة نلاحظ كذلك ارتفاع العوائد فيها وهو ما يطبق منطق النظرية المالية الذي ينص على أنه كلما ارتفعت أخطار السوق كلما ارتفعت العوائد فيه، ويرجع ارتفاع العائد في الأسواق الناشئة إلى نمو الاقتصاد وإلى التوقعات المشجعة لأرباح

المؤسسات، فبلغ معدل العائد المتوسط في الأسواق الناشئة المقاس بمؤشر قابلية الاستثمار IFCI* " Emerging market composite" 24.34 %خلال فترة 1990-1994 والتي بلغ خلالها معدل العائد المتوسط لمؤشر S&P500 ومؤشر "MSECI EAFE"** 11.5% و 10.02 % على التوالي.

2-المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: إن الـــ "volatilité" أو الفارق المعياري للمردوديات الذي يميز الأسواق الناشئة يقابل عادة بزيادة المردودية، هذه الأخيرة تتضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد، وعبر الأفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات،كما أن مردوديات الأسواق الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة لا وبل سلبية أحيانا مع مردوديات الأسواق المتطورة، كذلك أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة الأوراق المالية العائدة لمستثمرين دوليين على الأوراق المالية في الأسواق الناشئة يقلص من خطر المحفظة ويرفع من مردوديتها، وهذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق الناشئة بحد ذاتها من جهة وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

الفرع الثاني: سيولة السوق ودرجة تركزه.

إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة البورصية والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة.

التركز وهو على وجه عام أكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذا ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، إذ كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13%من الرسملة الإجمالية في السوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق الاندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفترويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني، وتجدر الإشارة إلى أنه في إطار بورصات الأسواق الناشئة وبمعدل وسطي، مثلت الشركات السبع عشرة الأوائل في النصف الأول من التسعينات حوالي 64% من قيمة مجمل العمليات و60% من الرسملة البورصية. إن هذا التركيز الشديد يعكس درجة خطورة مرتفعة فيما يتعلق بالسيولة، كما أن عدم القدرة النسبية على تبادل كتل هامة من ورقة مالية معينة، دون أن يؤثر ذلك بشكل ملحوظ على الأسعار، هو بالتأكيد أحد العوامل الأساسية التي تحد من قدرة الأسواق الناشئة على اجتذاب المستثمرين.

---

*يتكون هذا المؤشر أساسا(مؤشر مؤسسة التمويل الدولية) من الأوراق التي بحوزة المستثمرين الأجانب فقط وهو يختلف عن مؤشر "IFCG International finance corporation global " وهو الذي يمثل ما يقارب والذي يمثل ما يقارب والذي يمثل ما يقارب 60 %إلى 70% من الرسملة البورصية في مختلف الأسواق.

**MSECI EAFE: Morgan Stanley Capital International: Europe, Australia and the Far East.

الجدول رقم (11):رسملة وتركز السوق المالي في 1994/12/31.

الأسواق	الرسملة(مليون دولار)	حصة 10 مؤسسات من الرسملة(%)	حصة 10 أوراق الأكثر نشاطا من حجم التداول(%)
الأرجنتين	36.860	41.7	47.7
البرازيل	189.280	34.5	36.4
كولومبيا	15.445	61.2	-
المكسيك	130.240	33.8	57.6
فترويلا	4.110	73.8	80.07
البيرو	8.170	55.8	55.2
الصين	43.520	17.3	12.1
الهند	127.515	4.19	6.2
اندونسيا	47.240	29.8	35.4
تايلندا	131.480	35.6	28.0
ماليزيا	199.275	29.6	13.5
البرتغال	16.248	51.1	52.6
منغاريا	1.600	43.9	26.1
بولونيا	3.060	46.8	33.5
زيمبابوي	1.828	61.4	62.1

Source: E. Tchemeni**, marchés émergents**, encyclopédie des marchés financiers, édition Economica, paris1997. p 918.

ويتبين من ذلك أن في الأسواق الناشئة توجد هناك بعض المؤسسات تسيطر على أغلب السوق ففي الولايات المتحدة الأمريكية توجد 10 مؤسسات كبيرة تمثل 13% من الرسملة الإجمالية، هذه النسبة ترتفع إلى 30% في السوق الإندونيسية و74% في السوق الفيترويلية و61% في السوق الكولومبية وبالمتوسط نجد أن هناك 17 شركة في الأسواق الناشئة تمثل 64% من حجم المعاملات و60% من الرسملة البورصية الإجمالية [1]. وهذا التركز الشديد سيؤدي إلى خطر سيولة مرتفع، إذ سيؤدي القصور النسبي في تداول مجموعة هامة من الأوراق دون إحداث أثر بارز على الأسعار، إلى التقليل من جاذبية الأسواق الناشئة، لكن في المقابل هي خاصية مفضلة من المستثمرين الأجانب.

الفرع الثالث: تنظيم السوق.

تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي:

(1) E.Tchemeni, Op.cit, p 919.

1- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.

2- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما أن المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية وهذا ما يجذب المزيد من المستثمرين

3- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

الفرع الرابع:المنتجات المالية المتداولة.

في هذا الصدد يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق الناشئة وهي:

1- المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة: يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة وهي تحديدا:

أ.الأسهم: إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة بأسهم لازالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق أكبر برامج الخوصصة وتحرير الأسواق وكذا معالجة أزمة المديونية إذ شهدت عام 1994 إصدارات لأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.

ب.السندات: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نموا كبيرا خلال العقد السابق خاصة في المكسيك، الهند، تايلاند كما نشير إلى النجاح الكبير الذي عرفته السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كون أن هذا المنتج يوفر حماية للمستثمر بالإضافة إلى عدم مساسه بالاستفادة من فرص فائض القيمة الذي يتحقق في المستقبل.

ت.المنتجات المالية المشتقة: ترتبط مداخيل البلدان ذات الأسواق الناشئة في الغالب بعائدات الصادرات من المواد الأولية، لذلك فإن بعض هذه الأسواق كان قد بدأ منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من أجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المقدرة، في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار صرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق (نستثني في هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل) التي تعد على وجه عام أقل تنظيما من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة.

2- إصدارات شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة: فيما يلي هذه المنتجات:

أ. المنتجات المالية من نموذج الأسهم: المقصود بذلك على وجه الخصوص:

"EDR (Europe Repositary Receipt)

"GDR (Global Depositary Receipt)

"ADR (American Depositary Receipt)

وهي في مجملها هي أسهم نموذجية مصدرة إلى الأسواق الناشئة، لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة، وتعتبر قيم كل من شركة "Telefonos de Mexico" و شركة (Y_PF) أي الشركات البترولية الأرجنتينية من ضمن القيم الأكثر سيولة في بورصة نيويورك.

ب.المنتجات المالية من نموذج السندات: شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة باليورو المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة، وفي عام 1984 قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار، فهناك السندات المصدرة بالين والموظفة في أسواق مالية غير يابانية، وهناك أيضا السندات المصدرة بغير الدولار الأمريكي والموظفة في الولايات المتحدة الأمريكية التي لاقت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين

ت.المنتجات المالية المشتقة: في هذا الإطار يشار إلى تطور أدوات التغطية المتعلقة بالأسواق الناشئة المصدرة والمسعرة في أسواق مالية أخرى، على سبيل المثال كان الخيار عليهم شركة "Telefonos de Mexico" في عام 1994 من ضمن أحد الخيارات على أسهم الأكثر تسويقا من الولايات المتحدة الأمريكية.

الفرع الخامس: بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق الناشئة.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من خصائص تتميز الأسواق الناشئة بالخصائص التالية أيضا:

1- درجة انفتاح السوق: تتميز الأسواق الناشئة بدرجة انفتاح دولي أدنى من تلك التي تعرفها الأسواق المتطورة، وهذا السبب ميل هذه الأسواق التي فرضت قيود على الأجانب للحد من حيازتهم للأوراق المحلية فالعديد من البلدان فرضت قيودا قصوى على هذه الحيازة ففي الهند يصل هذا السقف إلى51%، أما إندونيسيا فقد حدد عند 49%.

2- مستوى الادخار الوطني: تعاني غالبية البلدان التي توجد فيها أسواق ناشئة من نقص مستوى إدخارها إذا ما قورن بحاجتها التمويلية، نستثني منها الأسواق الآسيوية التي تعتبر فيها معدلات الادخار من ضمن المعدلات الأكثر ارتفاعا في العالم، إذ أنه كلما زادت المبالغ المستثمرة بأسهم وسندات في الأسواق الناشئة من قبل المستثمرين المحليين كلما أصبح تقلب السوق لا يتأثر أولا يعود إلى تدفقات وسحوبات رؤوس الأموال المستثمرين الأجانب، في هذه الحالة يصبح نمو السوق مستمرا أو ينجم عنه خلق فرص للمستثمرين.

3- إدارة المشروعات: يلاحظ في الأسواق الناشئة أنها تفرض قيودا على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم في إدارة المشروعات المحلية، هذه القيود تتعلق بالنسبة المئوية القصوى لمساهمة المستثمرين الأجانب في رأس المال، وأحيانا يمنع على هؤلاء الاستثمار في بعض القطاعات، ويشار أخيرا إلى أن بعض البلدان تقوم بإصدار أسهم مخصصة لغير المقيمين لا تتمتع بحق التصويت.

4- التشريعات الضريبية: من أجل استقطاب المستثمرين الأجانب، وضعت معظم الأسواق الناشئة تشريعات ضريبية أكثر مرونة من تلك التي تطبق في البلدان المتقدمة، هذه التشريعات تتعلق بشكل أساسي بالضريبة المفروضة على فائض القيمة على رأس المال وبالضريبة على الأسهم الموزعة.

المطلب الرابع: تصنيف ومحددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة.

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هذه التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الناشئة، ولكن نظرا لأن التدفقات إلى الأسواق النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دورا في نموه.

الفرع الأول: تصنيف الأسواق الناشئة.

قبل التطرق إلى هذه العوامل نشير إلى تصنيف الأسواق الناشئة حيث يمكن تصنيفها إلى ثلاثة مجموعات[1]:

1- الأسواق الناشئة الأكثر تقدما: وتتميز هذه الأسواق مشتركة مع الدول المتقدمة بمعدل تضخم منخفض، استقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات، تداول معتبر في أسواق الأسهم، تطور نسبي لأنظمة التعامل وتسوية الأوراق المالية... ومن أمثلة هذه المجموعة ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية وتايلندا. وفي مثل هذه الدول قد تفوق رسملة بورصاتها تلك الدول المتقدمة خاصة الصغيرة منها مثل: بلجيكا، الدانمرك، السويد واسبانيا.

2- الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي: وهي الدول التي تتجه نحو طريق التحول النوعي لاقتصادها وذلك بوضع مخططات لتحسين أسواقها، من خلال تطوير عمليات نشر والإفصاح عن المعلومات، ميكنة التسعير، مستوى تسوية العمليات وتسليم الأوراق بالإضافة إلى ذلك لازالت هذه الدول تعاني من بعض المشاكل منها تضخم مرتفع، تركز المداخيل والثورة، عدم توازن التجارة الخارجية وتطور غير كافي للأسواق المالية، وتجد مثل هذه الدول صعوبة من الاندماج في الأسواق الدولية ومن أمثلتها: الأرجنتين، البرازيل، الهند، نيجيريا، الفلبين.

3- الأسواق الوليدة أو التي في حالة ركود: وتعبر هذه المجموعة عن معظم الدول التي ليس لها اقتصاد متطور كأغلب الدول النامية، دول أوروبا الوسطى والشرقية، دول الاتحاد السوفياتي سابقا، وبعض الدول الاشتراكية في آسيا، وتتميز أغلب الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد، وتدفق جد ضعيف لرؤوس الأموال الدولية، كما أن الأسواق المالية فيها مازالت في مرحلة الإنشاء.

---

(1) E.Tchemeni, Op.cit, p913.

أما مؤسسة التمويل الدولية، فقد قامت بتصنيف الأسواق الناشئة طبقا للمناطق على النحو التالي[1]:

- أمريكا اللاتينية: الأرجنتين، البرازيل، شيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو، فترويلا.
- شرق آسيا: الهند، إندونسيا، باكستان، سيريلانكا، تركيا.
- إفريقيا: جنوب إفريقيا، نيجيريا، زمبابوي.
- الشرق الأوسط: الأردن، إسرائيل.

وهناك تقسيمات أخرى حسب آخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها[2]:

أ- المجموعة الأولى: الأسواق التي لازالت في المرحلة الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.
- ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.
- انخفاض سيولة الأوراق المالية.
- التقلبات الشديدة في الأسعار.

ب- المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:

- درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.
- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.
- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم

ت- المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايلندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:

- استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.
- زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم
- ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

ث- المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا الجنوبية وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:

- حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.
- معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.
- أسواق تنافسية عالمية.

---

(1) E.Tchemeni& P.Mordaco& D.Grimert, les marchés émergents, édition Economica, paris, p08.

(2) إبراهيم أبوبكر المدنيني، مرجع سبق ذكره، ص(58-59).

الفرع الثاني:عوامل نمو الأسواق الناشئة.

هناك نوعين من العوامل التي ساعدت على نمو الأسواق الناشئة تتمثل فيما يلي:

1- العوامل الخارجية:

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في[1]:

أ. انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8% في أفريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.

ب. العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال التي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

ت. كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية والتي كانت تنص على إتاحة للمصدرين الأجانب سهولة الوصول والإصدار في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بتخفيف القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وتبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل وتبسيط إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك على شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

ث. يمكن إضافة إلى هذه العوامل الاتجاه نحو زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل صناديق المعاشات، شركات التأمين خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي. وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم في عام 1993، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

ويفضل المستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية الاستثمار في الأوراق المالية لأمريكا الجنوبية، بينما يفضل البريطانيين الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى، في حين يفضل المستثمرون ذوي الطابع المؤسسي في اليابان الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

ج. كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتها، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا

---

(1) د. عمر صقر، مرجع سبق ذكره، ص(113- 116).

المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة أن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولومبيا، والمكسيك وفنزويلا، يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة ويقدر" Kuczynski" أن هناك حوالي 300 مليون دولار أمريكي من رؤوس الأموال الموجودة في الخارج مملوكة لأشخاص مقيمين في أمريكا اللاتينية، وهذه المبالغ لنا أن نتصور دورها إذا تدفقت على تلك القارة[1].

2- العوامل الداخلية:

كل العوامل الخارجية لها أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في الدول النامية، ومن أهم العوامل ما يلي[2]:

أ. سياسات الإصلاح الاقتصادي: طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط اقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، ذلك أن التقلبات التي تحدث في سعر الصرف سوف تؤثر سلبا على تدفقات رأس المال إلى الدول النامية.

ب. ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلندا، كوريا وإندونيسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، مثلما حدث في اليابان في الفترة من الستينيات إلى الثمانينيات، ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة الأورغواي 1993، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لتمتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

---

(1) د.هالة حلمي سعيد، مرجع سبق ذكره، ص21.

(2) د. عمر صقر، مرجع سبق ذكره، ص(117-120).

لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية، وهذا بفضل المعدلات التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و8% سنويا، لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين من تحقيق أرباح مؤكدة.

ت. إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية: إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في الاقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات.

فمثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج، كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

بالإضافة إلى حركة إصلاح القطاع المالي ساعد إتباع هذه الدول برامج تخصيص شركات قطاع الأعمال العام- أي الخوصصة- ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص على نمو أسواق الأوراق المالية، إذ تشير الإحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم قامت بخوصصة شركات القطاع العام، حيث في الفترة الممتدة بين 1980- 1992 تم خوصصة أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام، وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم سنة 1992.

وتساهم عملية الخوصصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا ساهمت خوصصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى.

المطلب الخامس: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة.

إن تقييم أداء الأسواق المالية سواء الناشئة أو المتقدمة يستدعي وجود بعض المؤشرات التي تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها، ويمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين الأولى وتهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية، والثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد.

الفرع الأول: المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق.

لابد من التمييز أولا بين مؤشرات كفاءة السوق المالية ومؤشرات الأداء حيث تتعلق الأولى بالكفاءة التخصيصية لموارد الاقتصاد والكفاءة العلمية في تحديد أسعار العمليات ثم الكفاءة المعلوماتية حول الأسعار

والشركات المسجلة، وهي الشروط الضرورية التي تضمن السير الجيد للسوق المالية وسهولة العمليات وسيولة السوق بصفة عامة، بينما تتعلق الثانية بتقدير درجة أداء وتقدم الأسواق، وتتيح عملية المقارنة بينها، وتتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسية: حجم السوق ودرجة السيولة ودرجة التركيز، وسيتم الاهتمام بهذه المجموعة والتعرض لكل مؤشر فيما يلي:

1.حجم السوق: تشير الدراسات الاقتصادية الحديثة إلى الأثر الايجابي لاتساع حجم السوق المالية، فهو يدل على مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي من جهة، كما يعطي فكرة على مدى جاذبية السوق من جهة أخرى، سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الدوليين إذا كانت السوق منفتحة على هذا النوع من الاستثمارات، ويندرج تحت هذا المؤشر مؤشران فرعيان هما:

أ.رسملة السوق: وهو مؤشر يبرز النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول في السوق المالية (رأس المال السوقي) إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، ومن حيث المعنى الاقتصادي لهذا المؤشر فهو يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال حيث يعبر عن الميل العام نحو التمويل عبر السوق المالية كما يرتفع بزيادة الطلب على الأوراق المسجلة.

في بعض البلدان الناشئة كماليزيا، هونغ كونغ، جنوب إفريقيا يتجاوز هذا المعدل الواحد(>1)، وهذا يعني أن قيمة الأسهم المسجلة في هذه الأسواق تفوق قيمة الدخل الوطني الإجمالي للبلدان المعنية، في حين يبقى هذا المعدل في الأرجنتين، نيجيريا واندونيسيا أقل من0.6[1].

ولقد انتقلت رسملة البورصات في الأسواق الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار دولار في 1994 أي قيمة اسمية مضاعفة 11مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، و بلغت عام 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق المالية الناشئة في مجملها 9.47% من رأس المال السوقي العالمي في نفس العام، ويمكن ملاحظة تطور هذه النسبة، حيث بلغت في الأسواق المتقدمة 99.28% في 1997 مقابل 35% في الأسواق الناشئة[2]، ويبدو أن الأسواق الناشئة قد استطاعت بفضل عدة عوامل أن تزيد من أدائها فيما يتعلق برسملة بورصاتها بمعدلات مرتفعة في مدة قياسية، وبوتيرة تفوق تلك التي تنمو بها رسملة الأسواق في البلدان المتقدمة.

ب. عدد الشركات المسجلة: وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق، ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، ويعتبرها هامشية على الرغم من أهميتها عمليا، وتدل الزيادة في عدد الشركات المسجلة في السوق على انتعاش الثقافة المالية في هذه السوق ويعني هذا أيضا أن عددا أكبر من الشركات أصبح يعتمد في تمويله على سوق الأوراق المالية (أي على التمويل المباشر). كما تؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها، ومن ثم يزيد حجم العمليات التي يجرونها عليها، من شراء وتداول الأوراق المالية

---

(1) D.M.Djabbar, marchés financiers émergents : cas de la bource de Casablanca, revue Algérienne, n°03, EL-HIKMA Alger 1998, p863.

(2) هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 26

لهذه الشركات، وهذا بدوره يشجع زيادة عدد الشركات التي ترغب في التسجيل، وكل هذه الأمور تؤدي إلى زيادة حجم السوق بالضرورة.

وبالنظر إلى الزيادة الكبيرة في الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة، والتي بلغت 137% في الفترة ما بين 1980 و1995 تبدو بوضوح الوتيرة السريعة التي تطور بها حجم هذه الأسواق اعتمادا على هذا المؤشر[1]، وعليه يمكن اعتبار مؤشر"حجم السوق" من العوامل الرئيسية المساهمة في جذب المستثمرين الدوليين والتأثير على قراراتهم الاستثمارية في الأسواق الناشئة، كما أنه يمثل أحد أهم المعايير في تصنيف الأسواق.

2.السيولة: ويقصد بها القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، حيث أن سرعة بيع الأسهم وانتقال الملكية تعتبر من أهم وظائف البورصة أو السوق المالية ككل، وهي تدخل ضمن معايير كفاءة الأسواق المالية بصفة عامة، وعليه فالمقياس المقبول لحساب سيولة السوق يجب أن يكون شاملا ويحدد بصورة كمية كافة التكاليف الخاصة بالوقت بالإضافة إلى عامل اليقين، وهناك مؤشران للتعبير عن سهولة التداول في السوق أو سيولة التداول:

أ. معدل التداول: يقيس هذا المعدل التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، فهو يساوي مجموع الأسهم المتداولة في السوق مقسومة على الناتج الوطني الإجمالي، لذلك فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل.

ولابد من الإشارة أنه يمكن أن تكون رسملة السوق كبيرة إلا أن التداول قد يكون محدودا، وهذا يعني من ناحية عدم كفاءة السوق فيما يتعلق بسرعة العمليات، وسهولة التخلص من الورقة المالية وقد يشير أيضا إلى ركود في السوق المالية، أي انخفاض الطلب على الأوراق المالية بوجه عام. ويمكن ملاحظة الزيادة التي شهدها نشاط التداول في الأسواق الناشئة مع الارتفاع الكبير في أسعار الأسهم التي فاقت معدلاتها تلك المتحققة في الدول المتقدمة، حيث زاد هذا المعدل (معدل التداول) في الأسواق الناشئة ككل بحوالي 200.1%من 1990 إلى 1997[2].

ب. معدل الدوران: ويحسب بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو في الحقيقة يكمل مقياس رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، بمعنى أنه يمكن ملاحظة سوق صغيرة ولكنها نشيطة، إذا كانت رسملتها السوقية صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع، وتتباين الأسواق الناشئة من حيث معدلات الدوران، وبالتالي درجة نشاط السوق والسيولة، فعلى سبيل المثال، لم يكن هناك تداول كبير في الأسهم المسجلة في السوق البرازيلية بالمقارنة مع حجم الاقتصاد، ولكن معدل الدوران كان مرتفعا، حيث كانت البورصة صغيرة ولكنها نشيطة، بينما السوق الماليزية كانت لديها أعلى أحجام رسملة السوق وأعلى معدل للتداول خلال الفترة 1986-1995، و لكن كان معدل الدوران فيها أقل من المتوسط العام للأسواق الناشئة.

---

(1) نفسه المرجع، ص 27.

(2) نفس المرجع، ص 27.

فالأسواق الناشئة عموما تتميز بسيولة أقل بكثير من الأسواق المتقدمة، ويرجع البعض ذلك إلى أنه في كثير من هذه الأسواق قد تكون هناك حصة كبيرة من الأسهم المسجلة غير متداولة في الواقع، لأنها مملوكة للحكومة أو للبنوك أو للعائلات.....بمعنى أنها لا تتخذ البعد المضاربي في الاستثمار، وإنما تتميز أكثر بالاستقرار[1].

3.درجة التركيز: تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة المتداول، والمعنى الاقتصادي أو المالي لهذه العلاقة هو ملاحظة مدى التقارب أو التباعد بين حصص كل الشركات المسجلة من حيث مساهمتها في رسملة السوق أو في سيولته، وبالتالي فإن ظهوره بنسب عالية يدل على تباين الشركات المسجلة من حيث أحجامها، قيمة أسهمها المسجلة على السوق، وكذا من حيث رواج أسهمها وتداولها.

باستثناء الهند والباكستان والبرازيل، فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة الـ20%، ويصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% وأكثر في الأرجنتين، كولومبيا وفنزويلا[2].

وتقود فكرة التركيز في السوق المالية إلى الاستنتاج بسهولة أن أي تأثير على أرباح الشركات الأولى المسجلة أو على القطاع الذي ينتمي إليه يؤدي إلى التأثير مباشرة على تداول أسهمها، ومن ثم قد يصل إلى انهيار السوق بصفة عامة.

الفرع الثاني: المؤشرات المرتبطة بالعوائد.

وهي معايير اعتمدتها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهل عملية الاستثمار على الأسواق المالية الدولية، حيث تشكل بالنسبة للمستثمرين الدوليين أدوات مهمة لاتخاذ قرار الاستثمار على سوق معينة من مدخل العوائد، وأهم هذه المؤشرات ما يلي:

1.المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية:

تستخدم مؤسسة التمويل الدولية مؤشرها الاستثماري المركب لقياس أداء الأسواق المالية الناشئة IFCI (International Financial Corporation Index) وهو يظهر معدل المردودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة، ويعتمد هذا المؤشر على حساب رسملة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في البلدان النامية، فهو إذن مؤشر واحد يغطي عددا محددا من الأسواق الناشئة، وتقوم المؤسسة يوميا، أسبوعيا وشهريا بحساب مؤشرات أداء الأسواق المالية حسب المناطق الجغرافية[3]:

أ.مؤشر آسيا(IFCI Asia): ويضم كل من الصين، الهند، إندونيسيا، كوريا الجنوبية، ماليزيا، باكستان، الفيليبين، سيريلانكا، تايوان، تايلاند.

---

(1) نفس المرجع، ص 28.

(2) D.M.Djabbar, Op.cit, P863.

(3) Graeme Littler & Ziad Maalouf, World economy in transition, Finance et Développement, March 1999, www.wordbank.org.

ب.مؤشر أمريكا اللاتينية(IFCI Latin): ويشمل كل من الأرجنتين، البرازيل، الشيلي، كولومبيا، المكسيك، البيرو، فنزويلا.

ت.مؤشر أروبا، الشرق الأوسط وإفريقيا(IFCI Europe, Mid-Est/Afrique): لقياس أداء كل من جمهورية التشيك، اليونان، المجر، الأردن، بولونيا، البرتغال، جنوب إفريقيا، تركيا وزيمبابوي.

استخدام المؤشر(IFCI) في 1988، وهو متخصص لقياس العوائد على الأسواق المالية المفتوحة قانونيا وعمليا للاستثمارات الأجنبية في الحافظة المالية، ويستخدم كمعلم لأهداف إدارة المحافظ الدولية، وهو يأخذ بعين الاعتبار فقط الأوراق المالية المستثمرة والموجهة للاستثمار الأجنبي، ولا يدخل شريحة الأسهم المملوكة من طرف الدولة، وهو يختلف عن المؤشر الإجمالي (IFCG)، والذي يشمل كل الأسهم المملوكة بما فيها القابلة للاستثمار الأجنبي والأسهم التي تعتبر محلية أو غير القابلة للاستثمار الدولي، ويعتبر دخول السوق تحت المؤشر الاستثماري كعامل جذب للاستثمار الأجنبي في أسهم السوق المقترحة على الأجانب، ويشترط على الشركات التي تضم أسهمها إلى المؤشر أن تكون لها رسملة السوق بـــ 50 مليون دولار كحد أدنى، وقيمة تداول 10 مليون دولار على الأقل، ومن هنا يمكن التأكيد أنه لا تقبل كل الشركات في السوق الناشئة ضمن المؤشر الاستثماري، وفي نفس الوقت، فإن عدد هذه الشركات هو الذي يحدد ما إذا كان البلد سوف يدرج ضمن المؤشر الاستثماري أو المؤشر الإجمالي للأسواق الناشئة.

2.مؤشر مورغان ستانلي:

ويحسب بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي(Morgan Stanley) مؤشرا آخر لقياس المردودية أو العوائد على الأسواق الناشئةMSCI(Morgan Stanley Capital International) وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق تقريبا، ولكنه لا يعطي نفس العدد من الأسهم، ونفس العدد من الأسواق، ولهذا فهو لا يبتعد عنه كثيرا من حيث النتائج المتحصل عليها فيما يتعلق بالأداء، والذي ينظر إليه – حسب المؤسستين – من جانب العوائد، أي من وجهة نظر استثمارية.

وبالملاحظة المتأنية للمؤشرات المحسوبة من مؤسسة التمويل الدولية، وتلك المحسوبة من بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي في 1992 كسنة أساس إلى غاية 1998، يمكن الاستنتاج بأن أداء الأسواق الناشئة يتميز بالضعف اتجاه الصدمات، حيث ينعكس تذبذبها الكبير على أدائها بالارتفاع أو الانخفاض كما يتضح من الجدول:

الجدول(12): تطور المؤشرات البورصية المركبة للأسواق الناشئة. **(نقطة مئوية)**

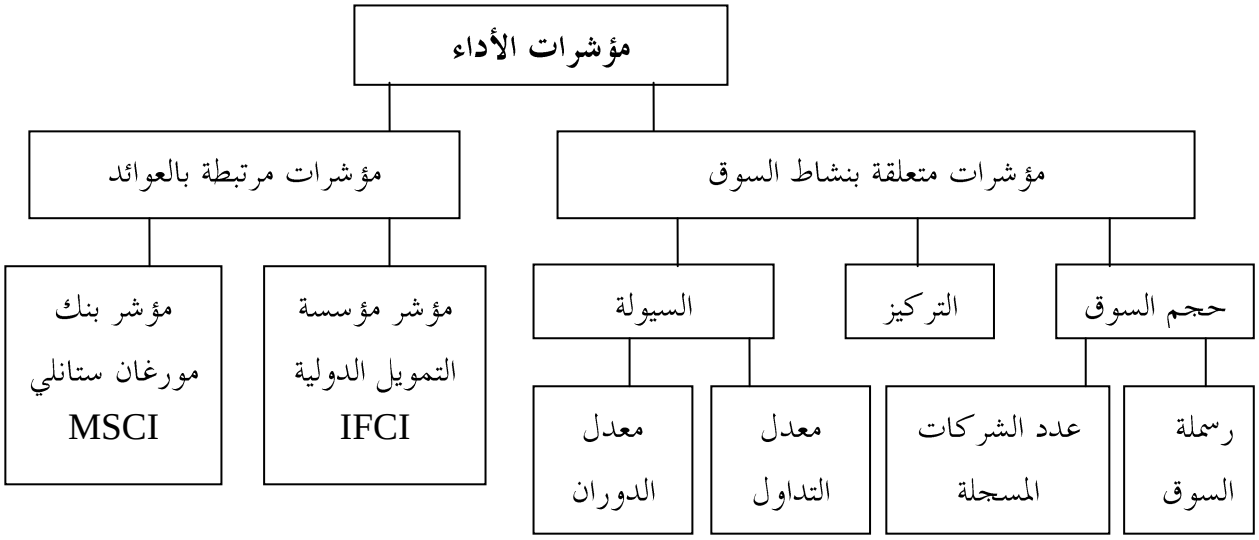
البيان / السنوات	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
مؤشر مؤسسة التمويل الدولية	100	180	160	140	150	120	80
مؤشر مورغان ستانلي	100	185	170	145	157	115	65

Source:Jean Dufour**, Les marchés émergents**, Armand Colin, Paris1999, p27.

ويرجع المحللون هذه المردودية غير المستقرة إلى الأزمات العنيفة التي ميزتها خلال التسعينات(1995-1998) وقد كان لها التأثير الانعكاسي على اقتصادياتها الحقيقية[1].

وتعتبر هذه المؤشرات المحسوبة من طرف كلا المؤسستين بمثابة مرجع بالنسبة للمستثمرين الدوليين ويساعدهم ذلك في عملية احتسابهم لمردودية محافظهم المالية المنوعة بأسهم ناشئة، ويمكن تلخيص المؤشرات السابقة المتعلقة بقياس أداء الأسواق المالية الناشئة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (08): مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على المعطيات المذكورة سابقا.

من خلال هذا المبحث نستخلص بأن أسواق الأوراق المالية الناشئة هي تلك التي توجد في اقتصاد نام وأن السوق في حد ذاته بصدد النمو، وتتوزع هذه الأسواق في جنوب شرق آسيا أمريكا اللاتينية، إفريقيا، وبعض دول أوربا الشرقية، إن الملاحظ لتطور هذه الأسواق يجد أنها تمر بأربعة مراحل، ففي كل مرحلة يفترض أن يزداد هذا السوق نضجا.

ولقد أصبحت هذه الأسواق وعاء لمختلف التدفقات من الدول المتقدمة خاصة في شكل استثمار بالمحفظة، وتتميز هذه الأسواق بعدد من الخصائص كانخفاض مستوى السيولة، ارتفاع العائد، التقلبات الكبيرة.... ولقد ساعد على نمو هذه الأسواق عدة عوامل منها عوامل خارجية كانخفاض معدلات الفائدة في الدول المتقدمة، وانخفاض نموها، كما يطلق على هذه العوامل تسمية عوامل الدفع، بالمقابل هناك عوامل داخلية كحركة الإصلاح التي شهدتها اقتصاديات هذه الأسواق وعملية الخوصصة ويطلق على هذه العوامل لفظ عوامل الجذب، نظرا لاتجاه الأسواق المالية المتقدمة نحو ظاهرة جديدة متمثلة في التحرير المالي، لم تكن الأسواق المالية الناشئة بمعزل عنه.

(1) Jean Dufour, Op.cit, p28.

خلاصة الفصل الثاني:

تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى ماهية ومكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات المعاصرة وكذا الأهمية التي تكتسيها في تمويل الاقتصاد كما تعرضنا إلى الأسواق الناشئة التي تلعب دورا كبيرا في تمويل الاقتصاد العالمي وتحتل مكانة مرموقة في النظام المالي العالمي وخلصنا إلى أن:

- أسواق المال بمعناها الواسع تعبر عن السوق التمويلية للاقتصاد الوطني وهي بعبارة أخرى ينتفي فيها شرط المكان ويلتقي فيها المدخرون المستثمرون والوسطاء من ذوي الاهتمامات بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو الصرف الأجنبي.

- سوق رأس المال يعبر عن السوق الذي يتعامل فيه على رؤوس الأموال المتوسطة والطويلة الأجل بوساطة بنوك الأعمال والاستثمار والمؤسسات المالية وأهم ما نجد في بورصة رأس المال التي تعتبر القاطرة الأمامية للسوق المالي ككل في اقتصاديات الأسواق المالية وأهم الأدوات المالية المتداولة فيه نجد الأسهم والسندات والمشتقات المالية من الخيارات والعقود المستقبلية والتعهدات.

- الأسواق الناشئة هي الأسواق المتواجدة في اقتصاد بلد نام، ولكن السوق نفسه بصدد النمو،و أن أي سوق في بداية تطوره يكون قد مر بهذه المرحلة، ويستقطب هذا النوع من الأسواق أشكال عدة من التدفقات كإصدار السندات الدولية، حقوق الملكية وكذا الشراء الأجنبي للأسواق المالية من الأسواق المحلية للدول النامية، وتتميز هذه الأسواق بعدة خصائص تميزه عن غيره من الأسواق وعند البحث عن العوامل التي كانت وراء نموها نجد أنه تضافرت عوامل داخلية وأخرى خارجية في ذلك، فالعوامل الداخلية تمثلت في سياسات الإصلاح الاقتصادي، ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية، أما العوامل الخارجية فتمثلت في انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، اتجاه الكثير من الأسواق نحو التكامل والرغبة في تنويع المحافظ الاستثمارية بالإضافة إلى اكتساب هذه الأسواق الناشئة للتكنولوجية نتيجة الاحتكاك بالأسواق المتقدمة.

- تبقى الأسواق المالية الناشئة على الرغم من التميز الكبير الذي صاحبها لسنوات؛ أسواقا من الدرجة الثانية من حيث الأداء الذي تقدمه، حيث تحسن آداؤها بشكل ملحوظ وخاصة في النصف الأول من التسعينات، ولكن بصورة غير كافية، ويقاس ذلك انطلاقا من مجموعة معايير أولها مؤشر الحجم الذي يقيس كبر وسعة السوق، ثم مقياس السيولة، وهو للأداء والكفاءة أيضا، ثم مؤشر تركيز السوق المالية، إلى جانب مؤشرات الأداء الاستثماري المتعلق بالعوائد والتي تحسبها كل من مؤسسة التمويل الدولية وبنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي.

ويمكن القول في الأخير أنه وإن تم التأكد من عدم النضج الكافي للأسواق الناشئة إلا أنها قادرة دون شك على تحسين أدائها في ظل الانفتاح المالي بمحاولة الاستفادة من دخول المستثمرين بما يساعد في تحسين المؤشرات، والتعود أيضا على القواعد التحوطية.

◆◆◆

الفصل الثالث:

الأزمات المالية وصندوق النقد الدولي

تمهيـــد:

نظرا للدور الهام الذي أصبحت تضطلع به أسواق المال، خاصة بلجوء المتعاملين الدوليين مباشرة نحو التمويل المباشر،كما رأينا في الفصل الثاني، ونظرا كذلك للأثر الذي أحدثته العولمة على نمط التمويل وزيادة ترابط واندماج الأسواق كما رأينا في الفصل الأول، أصبحت هذه الأخيرة عرضة لاضطرابات كثيرة تبدأ أحيانا بتدهور الأصول المالية وتنتهي غالبا بانهيار النظام المالي ككل.

إن التتبع التاريخي للأزمات السابقة يفيد في معرفة أسبابها ومسبباتها وأنواعها والمؤشرات التي تساعد على التنبؤ بها وتفسيراتها من مختلف المدارس الاقتصادية والباحثين، ولعل أزمة أكتوبر 1929 هي أعنف أزمة نتذكرها ونتحدث عليها والتي كانت محط جدل ونقاش حول الظروف التي أدت إلى نشوبها وكذا النتائج التي أفرزتها وزاد النقاش أكثر حول الأزمات بتكرار الأزمة المالية سنة1987، وهو ما زاد المخاوف خاصة وأن الكثيرين ما زالوا يتذكرون مخلفات أزمة 1929، إلا أن العالم وباندلاع الأزمة في دول جنوب شرق آسيا قد وضع الأزمات السابقة جانبا، ليتحول الاهتمام بهذه الأزمة التي مثلت تناقضا كان جدير بالبحث، هذا التناقض هو وقوع أزمة مالية فجأة في اقتصاديات أطلق عليها لفظ المعجزة، وما زاد من خطورة هذه الأزمة ظاهرة انتشارها وزحفها إلى دول مجاورة وانتقال آثارها إلى سائر دول العالم ليس هذا فحسب بل أصبحت فترة التسعينات من القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين فترة أزمات نظرا لتكرار حدوثها في روسيا، البرازيل، تركيا وأخيرا أزمة الرهن العقاري الأمريكية التي هزت كيان النظام المالي العالمي، وتبيان الآليات المختلفة المتبعة من طرف صندوق النقد الدولي من أجل مواجهة الأزمات المالية بهدف بناء نظام مالي ونقدي دولي قوي وعدم تكرار الأخطاء المرتكبة في حل أزمة جنوب شرق آسيا وغيرها من الأزمات ومن هذا المنطلق قسمنا الفصل إلى ثلاثة مباحث.

تناول المبحث الأول الإطار النظري للأزمات المالية، أما المبحث الثاني فتم فيه استعراض بعض الأزمات المالية، وخاصة التي مست الأسواق المالية الناشئة، واهتم المبحث الثالث بعرض آليات مواجهة الأزمات المالية من طرف صندوق النقد الدولي.

المبحث الأول: الإطار النظري للأزمات المالية

في هذا المبحث، نحاول الوصول إلى تصور شامل لمفهوم الأزمة المالية، بتحديد تعريف لها ومراحل تطورها، ومختلف أسباب وأنواع هذه الأزمات، وتبيان المؤشرات التي يمكن من خلالها التنبؤ والتوقي منها، ثم استعراض مختلف التفاسير التي قدمتها النظرية الاقتصادية والمالية لها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية ومراحل تطورها.

للأزمات المالية تعاريف متعددة وهذا حسب مراحل تطورها وسنتطرق في هذا المطلب إلى العديد من التعاريف التي وضعها مختلف الاقتصاديون، وتبيان مختلف المراحل التي تمرت بها.

الفرع الأول: تعريف الأزمات المالية.

منذ عدة سنوات كانت كثيرا ما سجلت العديد من الدول جملة من الأحداث تعرف في العادة بلفظ الأزمة المالية، وإن كان من اليسير التعرف على مظاهر هذه الأزمات وإدارتها يبقى أن صياغة تعريف دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين، هكذا وبالرغم أن العديد من المؤلفين قد حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات، لكن إن القليل منهم فقط قد حاولوا إعطاء تعريف محدد ومضبوط لهذه الظواهر وتبيان طبيعتها.

في هذا الصدد، يؤكد فريدمان (Friedman) أنه من الصعب ضبط وتبيان ماهية الأزمة المالية، كما يشير أن كل من يواجه مثل هذه الأزمة، سيتعرف عليها ويدرك لا محالة أنه يواجه أزمة مالية [1]، لكن وبالرغم من قلة الأهمية الموكلة لصياغة تعريف دقيق لمفهوم الأزمة المالية، سنحاول رفع الالتباس الذي يحيط بهذا المفهوم، وذلك من خلال التطرق لبعض التعاريف القليلة المقترحة.

عرّف(E. Borthalon) الأزمة المالية " أنها عبارة عن تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية: عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف"[2]، ومن ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بتغير (انخفاض) معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة آنفا.

إن هذه الأزمة التي تعني الانخفاض السريع والشديد للكميات والأسعار التي تقيس النشاط البنكي والمالي تتميز بظهور الميل نحو التهرب والتخلي على الأصول المملوكة آنفا وذلك في محاولة لتغيير طبيعتها وتحويلها، في الحقيقة فإن مثل هذا التصرف يعكس رغبة المستثمرين في الحصول على أصول جديدة، يعتبرون أنها تحوي على ميزتين غير موجودتين في الأصول القديمة التي كانت في حوزتهم من قبل:

- القبول والقدرة على التفاوض: أي إمكانية استبدالها بسرعة ودون أي قيد أو أجل.
- السيولة أو بمعنى آخر القدرة على استبدالها دون تكبد خسارة في رأس المال.

كما قام (F.SMISHKIN) بصياغة تعريف للأزمة المالية مؤكدا فيه على دور ونوعية وكيفية توزيع المعلومات في مثل هذه الأزمة، فحسب هذا المؤلف فالأزمة المالية " هو عجز الأسواق المالية على توفير رؤوس

---

(1) M.Meyer, crises financières: théories et vérification empiriques, revue problèmes économiques n°2319-2320, mars 1993, p60.

(2) E.Barthalon, crises financières: un panorama des explications, revue problèmes économiques, n°2595, mars 1998, p01.

الأموال اللاّزمة للمستثمرين أصحاب المشاريع الأكثر مردودية، ويعزى هذا العجز لما يسمى بالانتقاء العكسي (Sélection adverse) والخطر الخلقي(Aléa moral)، ويجدر بنا أن نشير أن الانتقاء العكسي يتمثل في كون المستثمر صاحب المشروع الأكثر خطرا هو الذي تكون له حظوظ أوفر في الحصول على قروض من عند البنوك، أما الخطر الأخلاقي(Aléa moral) فيتمثل في كون المدين، وبعد التعاقد والحصول على قرض من عند البنك، قد يباشر ممارسة نشاط معين آخر من شأنه رفع احتمال عدم القدرة على الدفع ومن ثمة عدم استرجاع البنك لأمواله"[1].

من خلال هذه التعريفات يمكن الخروج بتعريف يلخص كافة هذه الاقتراحات، فالأزمة المالية هي اضطراب يصيب النظام المالي ويتميز بانخفاض أسعار الأصول المالية، القروض، الودائع البنكية وسعر الصرف، ويقترن كل هذا بإفلاس الوسطاء الماليين والمدينين، ويميل المستثمرين للبحث على سيولة أكثر فأكثر من خلال التهرب والتخلي عن الأموال الموجودة آنفا لديهم واستبدالها بأموال أخرى. إن هذه الأزمة تنتشر عبر النظام المالي وتؤدي إلى تثبيط قدرة هذا النظام على تخصيص رؤوس الأموال بشكل فعال في الاقتصاد.

هذا وقد تأخذ الأزمة بعدا دوليا إذا تعدى الاضطراب الحدود الوطنية، الأمر الذي يعيق القدرة على التخصيص الدولي لرؤوس الأموال.

الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية.

بعد محاولة تبيان مفهوم الأزمة المالية، سيتم التطرق إلى مختلف مراحل حدوثها التي قد تشملها هذه الأزمة، فمن خلال تحليل الأزمات المالية السابقة (1929– 1987 – 1994...) قد نستنبط وجود التشابهات والتي تسمح بالخروج بوصف لأهم المراحل التي قد تعرفها الأزمة المالية بشكل عام، من هذا المنطق حاول (M. Bordeau) أن يعدد تسع مراحل تصف تسلسل وقوع الأزمة وهي على التوالي [2]:

1– المرحلة الأولى: ظهور تغير في التوقعات" Anticipation" بشكل عام، والذي عادة ما يصطحب بظهور مخاوف حول الوضع الاقتصادي، ففي القديم كان التغير قد ينجر من أحداث واقعية فعلية (كالحرب أو قلة الحصول أو الغلة...) أو ظواهر نقدية (كارتفاع أسعار الفائدة...).

2– المرحلة الثانية: ظهور المخاوف حول ملاءة بعض الهيئات المالية، وقد تكون حالة عدم القدرة على الدفع ناتجة عن سوء التسيير، أخطاء في التنبؤ (Prévision)، مخاطرة مبالغ فيها، أو نقص في السيولة الموجودة في جل النظام بشكل عام.

3– المرحلة الثالثة: ظهور الميل لتحويل الأصول الحقيقية والأصول المالية غير السائلة(Illiquide) لجعلها على شكل نقود (تحويل طبيعة الأصول الذي سبقت الإشارة إليه)، الأمر الذي ينجر عنه انخفاض في أسعار الأصول وارتفاع في أسعار الفائدة (أزمة سيولة Crise de liquidité).

---

(1) F.Smishkin, le rôle de l'information dans les crises financières et bancaires, revue problèmes économique, n°2541-2542, Novembre 1997, p50.

(2) D.Lacoue Labarthe, les crises financières et leur propagation internationale, édition Economica1992, p 450.

4- المرحلة الرابعة: تصبح بعض البنوك التجارية والهيئات الأخرى، والتي كانت قادرة على الدفع آنفا، في حالة عدم الملاءة (Insolvabilité)، ويعزى هذا إلى انخفاض قيمة حوافظها المالية الراجع بدوره إلى ارتفاع مبيعات الأصول، وتعتبر هذه النقطة غاية في الأهمية وحسب" D. Lacoue labarthe" يعتبر عجز البنوك والوسطاء الماليين الآخرين مرحلة أساسية في الأزمة المالية وانتشارها، ضف إلى ذلك، فالعديد من الاقتصاديين (لاسيما النقديون) يعتبرون أن الأزمات المالية تتطابق والأزمات البنكية[1].

5- المرحلة الخامسة: يتولد عن حالة عدم الملاءة في النقطة السابقة، ظهور إقبال كبير وسريع أو اندفاع المودعين نحو البنوك (Ruée bancaire)،كذلك فالإقبال الكبير والسريع للمودعين نحو بنوك معينة قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي معمم (Panique bancaire généralisée) فالمودعين بشكل عام يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لاسيما في حالة إفلاس البنوك فمن ثمّ فهم يحاولون تحويل ودائعهم إلى نقود قانونية.

6- المرحلة السادسة: يؤدي الهلع البنكي (Panique bancaire) إلى ارتفاع الطلب على النقود فنسبة الودائع على النقدية الموجودة لدى الجمهور تقل، كما أن البنوك تخفض من نسبة الودائع إلى الاحتياط، وذلك بتخفيض حجم القروض التي تقدمها قصد تحسين مستوى سيولتها، ومن جهة أخرى فإفلاس البنوك قد يؤدي في حد ذاته إلى التقليل (تهديم Destruction) في الودائع.

7- المرحلة السابعة: يعرف النشاط الاقتصادي الحقيقي(الإنتاج)(Activité économique réelle)انخفاضا، نفس الشيء يقال عن الاستثمار والمستوى العام للأسعار وذلك من جراء انخفاض عرض النقود.

8- المرحلة الثامنة: انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول، والذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس.

9- المرحلة التاسعة: ظهور أزمة مديونية (Crise d'endettement) ناتجة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عمليات التصفية من جهة، وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.

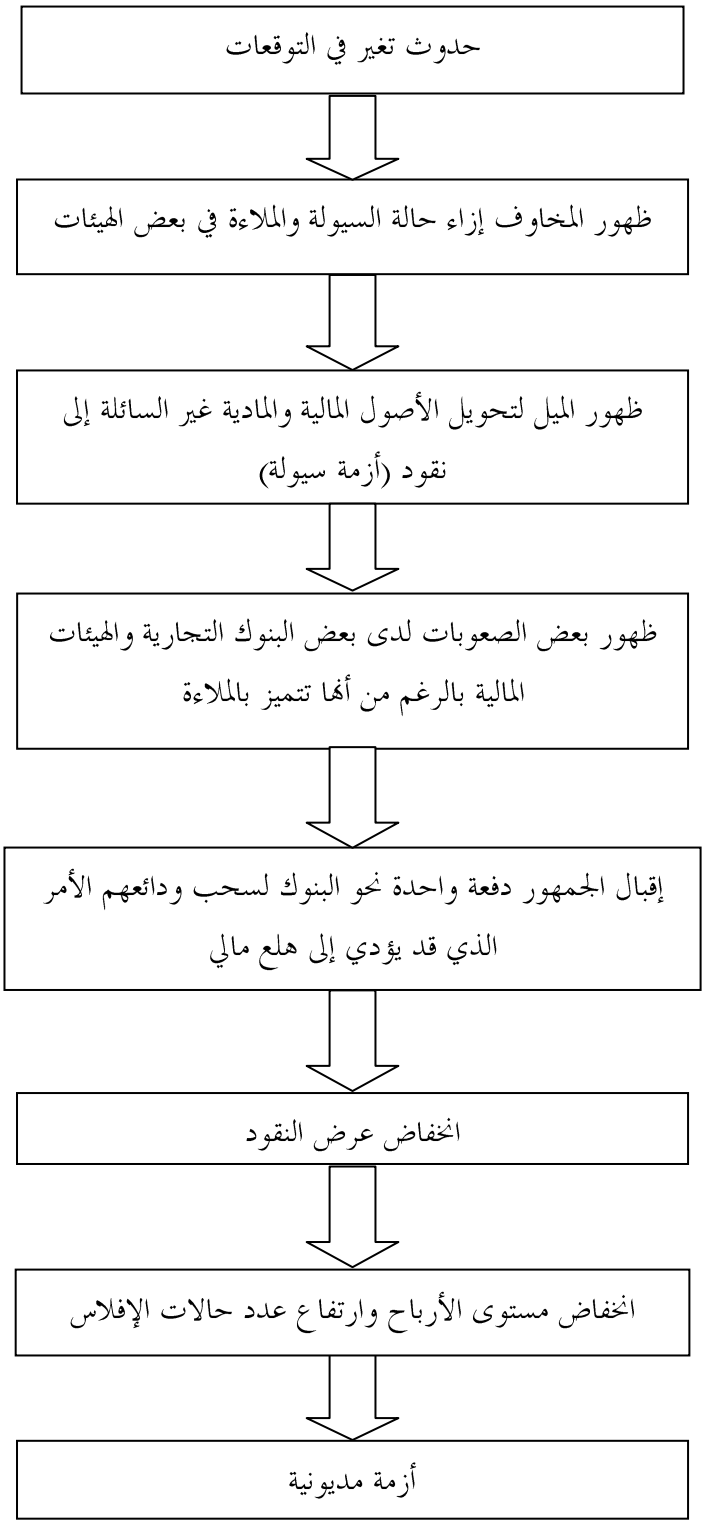
بالرغم من آثار الوصف الذي قدمه (M. Bordeau) للمراحل التي قد تعرفها الأزمة المالية يعتبر مقبول لكن بإمكاننا أن نبدي في شأنه جملة من الملاحظات:

لقد بدأ المؤلف بوصف الأزمة المالية ابتداء من حصول تغيير في التوقعات" Anticipations" أي بداية ظهور الاضطرابات، ولم يعط صورة أو فكرة عن الظواهر التي تميز فترة ما قبل الأزمة المالية والتي تكون قد أدت بشكل مباشر أو غير مباشر إلى ظهور هذه الأخيرة، أي بتعبير آخر، فالمؤلف قد وصف ما قد نسميه بالمرحلة النازلة أو التنازلية" Phase descendant" من الأزمة المالية فقط، وذلك عكس ما قام به مؤلفين آخرين كما سنرى لاحقا، والشكل الموالي يوضح مراحل الأزمة حسب (M.Bordeau).

---

(1) M.Meyer, Op.cit, p60.

الشكل رقم (09): يوضح مراحل الأزمة المالية حسب (M.Bordeau)



Source: D.Lacoue Labarthe, **les crises financières et leur propagation internationale**, édition Economica1992, p451.

بشكل عام، إذا ظهر إقبال سريع وكبير أو اندفاع المودعين نحو البنوك "Les ruée bancaires" ففي عصرنا هذا، قلَّ ما تتحول هذه الظاهرة إلى هلع مالي "Panique financière" ، لاسيما مع تدخل ما يعرف بمقرض الملاذ الأخير "Préteur en dernier ressort" ففي الواقع، يمكن للبنوك المركزية (بفضل عدة طرق كالتأمين على الودائع assurance des dépites.....إلخ) في العصر الحالي تفادي الهلع البنكي المعمم واندفاع المودعين نحو البنوك.

ضف إلى ذلك فهناك إعانة دولية، في حالة الأزمة المالية، يقدمها صندوق النقد الدولي ففي سنة 1974 قرر محافظ البنك المركزي الألماني(Bandes Bank) غلق بنك" Herstatt"(والذي بلغت خسارته عشر مرات أمواله الخاصة)، وذلك قصد تفادي ظهور إقبال كبير وسريع أو اندفاع المودعين نحو بنوك أخرى خوفا على ودائعهم، كذلك ففي سنة 1984 تم إنقاذ بنك " Continental Ulinois" وذلك بفضل اقتناء 80% من رأسماله من طرف(Federal deposit insurance corporation)[1].

وإضافة إلى " M. Bordeau " فثمة مؤلفين آخرين قد حاولوا صياغة وصف للمراحل التي تشهدها الأزمة المالية، فحسب " M.Raffinot " والذي انطلق من الأزمات المالية الماضية، اعتبر أن مثل هذه الأزمات تقع في ثلاث مراحل[2]:

ففي البداية، تكون فترة نمو اقتصادي والذي ينجر عنه ارتفاع الطلب على القروض والاستدانة المتزايدة للأعوان الاقتصاديين بشكل عام، فهذه الوضعية توفر للمدخرين أو المقرضين فرصة قد تبدو لهم ذات مردودية مرتفعة، قصد توظيف أموالهم، هكذا تعرف الأسواق المالية ارتفاعا في حجم المعاملات (الأسهم والسندات)، كما تشهد أسعار الأصول المالية ارتفاعا متزايدا.

هكذا، كما تظهر لدى الأعوان الاقتصاديين تصرفات محاكية (Comportements mimétiques) فكل عون يحاول تقليد تصرفات العون الآخر، وتكون هذه الظاهرة السبب في إضفاء المصداقية على توقعات الدائنين، وذلك لكون القروض المتحصل عليها من مختلف المقرضين تضمن في البداية الدفع اليسير لخدمة المديونية، أو بتعبير آخر فالتوقعات المتفائلة للدائنين تحقق بفضل التصرف العادي للمدينين، الذين يدفعون بشكل عادي خدمة ديونهم، والمردودية المرتفعة للمؤسسات، كما تفسر هاتين الظاهرتين (تصرف المدينين، مردودية المؤسسات) الارتفاع المتزايد في أسعار الأصول المالية.

ونظرا لهذه التطورات، يتزايد اللجوء للاقتراض والاستدانة، لدرجة تصبح فيها قدرات دفع المديونية، انطلاقا من خلق ثروة جديدة غير كافية لضمان الدفع العادي لخدمة المدين ففي هذا المستوى يتحدث "V.Kindelberger" عن تشكل فقاعة مضاربية (Bulle Spéculative).

---

(1) C.Dufloux&L.Margulici, finance internationle et marchés gré a gré, édition Economica1991, p (53-54).

(2) M.Raffinot, la dette du tiers monde, édition la Découverte, p (42-43).

في المرحلة الثانية من الأزمة المالية يظهر حادث أو ظاهرة ما، تدفع الدائنين إلى إعادة النظر في الثقة الموضوعة في المدينين، فالتطور المتزايد للفقاعة المضاربية السالفة الذكر سرعان ما يوقف من طرف المستوى المرتفع لمديونية المدينين (أو عدم ملاءة المدينين) أو عدم كفاية احتياطات ومؤونات الدائنين.

أما في المرحلة الثالثة، وبالنظر للتطورات التي عرفتها المرحلة الثانية أعلاه، سيعمل الدائنون على التخلي على الأصول التي يمتلكونها قصد تغيير طبيعتها، كذلك سيوقفون منح قروض جديدة. ومع تعمم رد فعل الدائنين هذا، تصبح عملية دفع خدمة الديون أصعب لاسيما، بالنظر إلى المستوى المرتفع الذي وصلت إليه المديونية.

وكما كان عليه الأمر في المرحلة التصاعدية من شكل الفقاعة المضاربية تكون توقعات المقرضين أو الدائنين ذاتية الحدوث أو ذاتية الوقوع (Auto realesatrice) فمحصلة التصرفات الذاتية للمقرضين تكون السبب في تحقق أمالهم (في المرحلة التصاعدية) أو مخاوفهم (في المرحلة التنازلية).

إن تعليق منح القروض لأهم المدينين قد يؤدي إلى إفلاس جزء معتبر من النظام المالي، الأمر الذي قد يبين ضرورة تدخل" مقرض الملاذ الأخير" هذا التدخل الذي قد يجنب المدينين توقف الحصول على التمويلات الضرورية من جهة، ويجنب الدائنين الوقوع في حالة إفلاس من جهة أخرى.

لهذا السبب يعتبر" C. Kindelberger" أن التصرفات الجماعية المحاكية للأعوان المتدخلين في الأسواق المالية قد تخلق صعوبات في سير النظام المالي، خاصة ما يسميه بآثار الميول السائدة (effet de mode) وخاصة ما يسميه بالميول الجنونية (les manias).

بشكل عام، واستنادا إلى " C. Kindelberger" تعرف الأزمة المالية في وقوعها ثلاث مراحل[1]:

- ظهور توقعات متفائلة والتي تؤدي إلى اندفاع أو الإقبال الكبير للأعوان، بحيث أن ارتفاع حجم وظيفة المعاملات هو الذي يؤدي بدوره إلى حدوث ارتفاع آخر (la hausse entraine).
- حدوث إعادة النظر في التوقعات السالفة الذكر، نظرا لظهور حادث أو ظاهرة معينة.
- انخفاض سريع ومعتبر لقيمة المعاملات.

المطلب الثاني: أنواع وأسباب الأزمات المالية.

بعد عرضنا لمفهوم الأزمة المالية ومراحل تطورها نجدها تضم أنواع مختلفة بالإضافة إلى أن هناك مجموعة من الأسباب التي عادة تتزامن قبل اندلاع الأزمة وسنحاول معرفة أنواع الأزمات المالية والأسباب التي أدت إلى حدوثها.

الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية.

يتم تصنيف الأزمات على أساس معيارين هما نوعية الأزمة ومسبباتها، فصندوق النقد الدولي يصنفها على أساس نوعية الأزمات إلى ما يلي[1]:

(1) Y.L'horty, cycle financier au risque déflationniste, revue d'économie financière, n°26, documentation française, 1993, p63.

1- الأزمات المصرفية: تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية (Banking Crisis Systematic)، وعندما يحدث العكس أي تتوفر الودائع لدى البنوك وترفض البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان (Crédit Crunch)، وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث في بريطانيا (overend & gurey) وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار بنك الولايات المتحدة (Bank of united States) في عام 1931 وبنك (Bear Steams).

2- أزمة العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات (Balance of payments Crisis)، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي إلى انهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاند وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997، وعلى الرغم من أثار قرار تقويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية، إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية.

بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دورا أساسيا في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد يصل إلى درجة الكساد.

3- أزمات أسواق المال (حالة الفقاعات): تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعة (Bubble)، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادية على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاها قويا لبيع الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

4 – أزمة الدين: تتمثل هذه الأزمة بزيادة حجم الديون بمعدلات كبيرة بحيث تصبح الدولة عاجزة عن السداد، وترجع طبيعة هذه الأزمة إلى الإفراط في الطلب الكلي الناجم عن أخطاء في السياسة الاقتصادية الداخلية والذي ينعكس في وجود اختلال داخلي وخارجي.

---

(1) أ.د.عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية(أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الاسكندرية2009،ص(189-190).

الفرع الثاني: أسباب الأزمات المالية.

الأزمات المالية هي محصلة لأسباب مختلفة يمكن حصرها في[1]:

1- الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الكلي: فعادة ما يصاحب أي أزمة مالية عدد من الاختلالات الهيكلية على مستوى الاقتصاد الكلى ذلك لأن السياسات المالية التوسعية تؤدي إلى ارتفاع حجم الإقراض في البنوك بشكل يصعب معه اتخاذ القرار اللاّزم من إجراءات المتابعة والرقابة على أي قرض، الأمر الذي قد يزيد من حجم القروض المتعثرة أو يشجع المقترضين على الدخول في مشروعات خطرة قد تحقق خسارة أكثر من الأرباح، وتتمثل الخطورة في الدخول في مضاربات على العقارات أو الأصول طويلة المدى بشكل عام بما يزيد من أسعارها بشكل مبالغ فيه، ومن ناحية أخرى فإن تقييد السياسات المالية من شأنه أن يؤثر على معدلات نمو الاقتصاد أو زيادة صعوبات خدمة الدين، أو حجم السيولة المتوفرة للاستثمارات المختلفة، وبشكل عام يمكن القول أن الاختلالات الهيكلية كانت واحدة من أهم الأسباب المؤدية للأزمة في دول أمريكا اللاتينية في أوائل التسعينات وكذلك مواطن الضعف التي ظهرت في بعض الدول الصناعية الكبرى.

2- التحول إلى الاقتصاد الحر: فكثيرا ما ذهب المحللون إلى مناقشة مزايا التحول إلى السوق الحر وما يجلبه من فرص استثمارية ومزايا تنافسية للاقتصاد المحلي، ولكن بعض الدراسات الحديثة بدأت في إثارة التساؤلات حول ما إذا كان التحول إلى السوق له من الآثار السلبية بخاصة على القطاع المالي في الدولة ما له من الآثار الايجابية أم لا، وحقيقة الأمر أن التحول إلى الاقتصاد الحر إن لم يكن مبنيا على أساس هيكلي سليم ومصاحبا لما يعرف بإجراءات منظمة ولوائح رقابية واضحة قد يصيب النشاط المالي والنقدي بعض الاختلالات التي قد تؤدي إلى حدوث أزمة.

3- وجود ضمانات حكومية: وهي واحدة من أهم الأسباب التي قد تؤدي في حالة زيادتها عن المعتاد إلى أزمة مالية شديدة وقد يصح القول إن تزايد الاعتماد على الضمانات في تحويل القروض الطويلة الأجل أو الائتمان الممنوح للمشروعات الخطرة من شأنه أن يسبب اهتزازات للنظام النقدي حالة حدوث أي انعكاس في سياسة تلك الضمانات، وفي نفس الوقت وجود نوع من الضمانات أو ما يعرف " بالمقرض الأخير "ضروري حتى إذا ما أصابت البنوك على سبيل المثال مشاكل في السيولة فإنه يمكن الاعتماد عليه لتخطي الأزمة المحتمل وقوعها.

4 – تقلبات أسعار الصرف: فأسعار الصرف لأي عملة تمثل واجهة لاقتصاد أي دولة ولكن قد تبدأ المشاكل في الظهور إذا ما تعرضت لمضاربات قد تؤدي إلى تخفيض قيمتها.

5 – شروط التجارة السلبية: فقد أظهرت بعض الدراسات أن الأزمات المالية تتزامن مع وجود شروط مجحفة للتجارة أو ارتفاع مستوى الواردات أو انخفاض حجم الصادرات وهكذا.

---

(1) نيرمين السعدني، قراءات حول الأزمة النقدية العالمية، مجلة السياسة الدولية، العدد137، جوان1999، ص(263-264).

المطلب الثالث: المؤشرات التقليدية للتنبؤ بالأزمات المالية.

توجد بعض المؤشرات التقليدية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية.

الفرع الأول: المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية[1].

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية، وتتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية في الدولة، وينجم عنها حالة من عدم الثقة لدى المستثمرين في قدرة الاقتصاد الكلي لهذه الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، حيث دائما ما تتوجه هذه الاستثمارات إلى حيث تجد المناخ الملائم للنمو (Fly Losafety) من بين هذه المؤشرات:

- ارتفاع في معدل البطالة.
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.
- ارتفاع معدلات التضخم والمستوى العام للأسعار.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي بتراجع الناتج المحلي الإجمالي بعد ثبات استقراره.
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

الفرع الثاني: المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية[2].

يمكن إجمال أهم المؤشرات التي تُنبئ بقرب حدوث الأزمات المالية، وتتصل بالأسواق النقدية والمالية فيما يلي:

- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر (كالأصول العقارية) على أسواق الائتمان.
- وجود ضعف في الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك.
- غياب الشفافية والإفصاح اللّتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصول هذه المؤسسات وبالتالي أسواق المال وقطاعات البنوك بصورتها الحقيقية.
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) لما لهذه الديون من أثر سيء على القطاعات المالية، بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها، مما يساهم في خلخلة عنصر الملاءة للمؤسسات المالية ويساهم في عرقلة قطاع البنوك عن أداء وظائفه التمويلية.
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق، دخولا إليها وخروجا منها.

---

(1) د. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية2009، ص(21-23).

(2) عبد الحكيم الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر 2003، ص38.

- غلبة سيطرة صناعات معينة على سوق الأوراق المالية.
- انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية.

ويمكن لصانع القرار مراقبة أسواق المال والأسواق النقدية من خلال إدارات معينة للمخاطر تلقي الضوء بصفة دورية شهرية أو ربع سنوية أو ربما سنوية على المؤشرات التي تنبئ بقرب وقوع أزمة مالية، سواء في قطاعات البنوك أو في أسواق الأوراق المالية.

وتشير الدراسات إلى أن التوسع المغالى فيه في منح الائتمان المحلي بمعدل يزيد عن معدل نمو النقود ينتج عنه فقدان في الاحتياطي من العملات الحرة، مما يجعل العملة الوطنية مطمعا لهجمات متتالية من المضاربات، قد تؤدي إلى استنزاف الاحتياطي النقدي من العملات الحرة، وتجبر الدولة على التخلي عن مفهوم سعر التبادل.

والواقع أن هذه الهجمات تنتج عقب ارتفاع حقيقي في قيمة العملة، مع تزامن ذلك بعجز الميزان التجاري، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف هذه العملة ومزيد من العجز في الميزان التجاري، بسبب ارتفاع تكلفة الواردات، وتراجع الصادرات.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن التنبؤ بحدوث أزمة ما في المستقبل يؤدي إلى تزايد القيمة الحقيقية للأجور، رغم تدهور قيمتها الاسمية فيترتب على ذلك انخفاض الميزة التنافسية لدولة الأزمة، في خصوص هذا العنصر، في مواجهة الدول الأخرى، كما أن توجه الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة في ظل العولمة يمكن أن ينبئ عن التوقع بالأزمات المالية، عندما يستشعر المستثمرون بأن قيمة صرف العملة في طريقه إلى الانخفاض، فيسود السلوك في اتجاه تحويل الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية إلى نقود، ويتدخل البنك المركزي على أثر ذلك مضطرا لنجدة عملته الوطنية، بتعويض المفقود منها، بسبب الإقبال المتزايد عليها من الاحتياطات النقدية المحتجزة لديه.

ويؤدي تواتر هذا السلوك إلى فقدان قدر كبير من هذه الاحتياطات فيحجم البنك المركزي عن الاستمرار في انتهاج هذه السياسة، وتكون النتيجة انخفاض سعر الصرف، ومواجهة أزمة مالية حقيقية

ومن ناحية أخرى، فإن تشابك العلاقات الاقتصادية، وتداخل الروابط التجارية والمالية بين الدول في العصر الحديث يؤدي إلى سرعة انتشار عدوى الأزمات المالية، من الدول التي تنشأ بها الأزمات إلى الدول الأخرى، التي تربطها بها هذه العلاقات الاقتصادية والتجارية، ويرتبط انتشار هذه العدوى بمدى قوة تلك الروابط، بحيث يتزايد تأثير الأزمة المالية في الدول الأخرى مع اتساع نطاق هذه الروابط والعكس.

الجدول رقم(13): المؤشرات الاقتصادية التقليدية على إمكانية التعرض للأزمات المالية.

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنيوية
- ارتفاع معدل التضخم. - نمو سريع في التدفق النقدي. - انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات. - عجز مالي متزايد. - النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. - ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض. - ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي. - نمو الديون الخارجية وزيادة الديون بالعملات الأجنبية. - انخفاض الاحتياطي العالمي. - انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي. - ارتفاع معدل الأسعار والأرباح. - ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات. - قطاع التصدير أكثر تركيزا. - ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية. - ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل. - تحرر سوق المال الحديث . - إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها. - أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية. - انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم. - سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم. - سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم. - الرقابة على دخول السوق والخروج منه.

المصدر: عبد الحكيم الشرقاوي، **العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية**، دار الفكر الجامعي، مصر 2003، ص 39.

المطلب الرابع: تفسير الأزمة المالية.

تؤكد الدراسات الاقتصادية والمالية على وجود مدرستين لتفسير الأزمات المالية، الأولى تسمى مدرسة الأسواق التامة والتوقعات العقلانية (l'école des marchés parfait et des anticipation rationnelles) و الثانية مدرسة عدم الاستقرار المالي(l'école de l'instabilité financière).

الفرع الأول: مدرسة الأسواق التامة والتوقعات العقلانية.

ترتكز هذه المدرسة على مبدأ العقلانية، وتعتبر أن الأزمة المالية تنتج عن صدمات خارجية عشوائية (Chocs exogènes aléatoires) مثل الحروب والكوارث الطبيعية...إلخ.

1- مفهوم العقلانية: يفرض مبدأ العقلانية على المتعاملين أن تكون لهم أفضليات وأهداف يسعون لتحقيقها، مع احترام متطلبات الخيارات الممكنة وفي الاقتصاد نجد مصطلح العقلانية مستعمل في معنيين مختلفين، ولكن متقاربين في الدلالة، وذلك عند كل من الاقتصاديين الكلاسيك والنيوكلاسيك وعند مدرسة التوقعات العقلانية[1].

(1) سبابوكهينة، ترابط الأسواق المالية وانعكاساتها على دول العالم الثالث، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2000-2001، ص44.

فبالنسبة للاقتصاديين الكلاسيك تعني العقلانية أن يقوم الأعوان باختياراتهم تبعا لنظام معين للتفضيلات، بمعلومات تامة ودون تكلفة، مع الاستعانة في ذلك على منطلق الرياضيات الاقتصادية: بمعنى ضمن مجموعة من الأفضليات ذات المخاطر المتكافئة يجب اختيار الأكبر على الأقل (le plus au mois) بالبحث عن الأعلى مردودية وبأقل التكاليف، غير أن مدرسة التوقعات العقلانية، والتي هي امتداد للنظرية الكلاسيكية تفرض أنه في ظل عالم يعتبر فيه المستقبل مجهول، يمكن وصفه عن طريق مجموعة من الاحتمالات الموضوعية، من خلال الملاحظات الماضية، فإذا طابق سلوك الأعوان الاقتصاديين النموذج المفروض والمعطى يكون ذلك السلوك رشيدا وعقلانيا وتأخذ العقلانية أكثر قبولا إذا تم ربطها بفرضيات أخرى أهمها فرضية تجانس الأعوان الاقتصاديين[1] (l'homogénéité des gents économiques)

2- تفسير الأزمة: تقدم هذه المدرسة تفسيرا يرتكز أساسا على فرضية العقلانية، بالإضافة إلى تأكيد دور عدم تناسق المعلومات وعلى حالة عدم التأكد(l'incertitude) وهي مبادئ يمكن أن تفسر سلوك الأعوان الاقتصاديين عند التعرض لصدمة خارجية.

واستنادا لهذه النظرية، فإنه بمجرد ظهور صدمة خارجية، يصيب المودعين ذعر مالي فيقبلون نحو البنوك لسحب ودائعهم، وهذا وفقا لقاعدة " أول من يأتي للبنك أول من يسترجع وديعته" (venu premier servi premier) ويحصل المودعون واحدا بواحد على ودائعهم حتى إفلاس البنوك وهذا السلوك يستند أساسا إلى فرضية عقلانية المودعين، كما أنه وفقا لمبدأ " تخصيص القروض بالكميات بدلا من الأسعار" (Rationnement du crédit par quantités plutôt que par les prix) نستطيع تفسير سلوكيات بعض البنوك والمؤسسات المالية فيما يخص تقديم القروض، إذ أنه بتفاقم إلغاء القيود على عمل البنوك تؤدي إلى المنافسة بين هذه الأخيرة خاصة في حالة عدم التأكد، إلى تقدير سيء للأخطار وعدم التمييز بين المقترضين، فتقوم بإقراض كميات كبيرة بدلا من أن تقوم بالعمل على مستوى أسعار الفائدة.

فمنطق العقلانية إذ تقود البنوك في مواجهة أزمات فقدان الثقة إلى تقديم كميات كبيرة من القروض بأي سعر كان، وسيؤدي ذلك حتما إلى تفاقم الأوضاع ويظهر دور عدم تناسق المعلومات في كون المقترضين يملكون معلومات هامة لا تتوفر لدى المقرضين، وبالتالي يجعل هؤلاء لا يميزون بين المقترض الجيد والسيئ، مما سيؤدي إلى تزايد المخاطر، كما يمكن أن يظهر مبدأ العقلانية في السوق المالية، وبتطبيق نفس التحليل السابق، فالمستثمر في الأوراق المالية يتميز بسلوك عقلاني يقود إلى التخلص الفوري لكل الأصول التي بحوزته، قبل كل المستثمرين الآخرين، إذا ما راودته شكوك حول سيولة السوق أو حول سلوك بعض المتعاملين فيه وصناع السوق، وتفرض هذه المدرسة كذلك وجود فقاعات مضاربية (والتي سيأتي الحديث عنها في المدرسة الثانية)، وبشكل عام تحدث الفقاعة إذا كان أغلب المتعاملين على يقين من أن بعض آليات تشكيل الأسعار المعمول بها لا تطابق ما جرت عليه العادة من محددات الأسعار، والتي تعرف بالأساسيات (les fondamentaux)[2].

---

(1) E.Barthalon, Op.cit, p02.

(2) Ibid, p 04.

وكتقييم لهذه المدرسة نقول أن تفسيرها يرتكز أساسا على التوقعات العقلانية في الأسواق النقدية والمالية، بحيث يمكن للمستثمرين على ضوءها تحديد السعر الحالي للأصول المالية.

وبالرغم من أن نظرية العقلانية تدع مجالا للتفكير والغموض في الحدود الفاصلة بين ما هو عقلاني وبين ما هو لا عقلاني (Irrationalité) لكن مع ذلك فهي تشرح وبأسلوب مقنع كيف يمكن للصدمات الخارجية أن تحدث خللا على مستوى التوازن القائم.

الفرع الثاني: مدرسة عدم الاستقرار المالي.

على عكس المدرسة الأولى، تعتبر هذه المدرسة أن الأزمة المالية ما هي إلا نتاج عملية داخلية وتؤكد على ظاهرة عدم الاستقرار المالي الذي تعتبره كعنصر مرتبط وذو صلة وطيدة بسيرورة الاقتصاد وترتكز كثيرا على مفهومي عدم التأكد واللاّعقلانية.

1- عدم التأكد واللاّعقلانية[1]: وفي هذا الصدد يصبح علم النفس أداة في تحليل السلوكيات الاقتصادية ففي ظل عالم عدم اليقين، محكوم على العون الاقتصادي أن يتحسس المستقبل ويتيه مع احتمال عودته بلا فائدة، وتفترض هذه النظرية عدم تجانس جميع الأعوان الاقتصاديين فليس هناك سوى قليل منهم يتميزون بالخبرة والكفاءة ولهم من الدراسة ما يكفيهم للحصول على المعلومات الهامة قبل الآخرين، وعلى ضوء ذلك يظهر عدم التجانس بين الأعوان من حيث الحصول على نفس المعلومات، والقدرة على معالجتها ومن حيث درجة الخبرة والكفاءة ولا حتى درجة كره المخاطرة (Aversion au risques) ففي حالات عدم التأكد يكون من المفيد أن يعمد كل عون إلى تقليد الأعوان الآخرين الذي يرى فيهم أكثر خبرة وكفاءة ولهم معلومات تمكنهم من اتخاذ القرارات الصائبة وبفعل التقليد والمحاكاة هناك سلوك عقلاني أما اللاّعقلانية في تصرف الجماهير، فقد تتبلور عن تجميع سلوكيات عقلانية فردية، سلوك جماعي لا عقلاني. فالأفراد يتوهمون مثلا وجود سيولة كفاية في السوق، لكن هذا الاعتقاد جماعيا لا يكون دائما صائبا إلا للأفراد الذين تخلو عن أصولهم المالية قبل الآخرين، وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى ما يحدث من تفاعل بين حركات الأسعار، فيما يعرف بـــ"Feed back treeding " والتي تتمثل في شراء أوراق مالية تكون أسعارها قد بدأت في الارتفاع، فسيقدم كل عون عن طريق الآخرين على الشراء آملا في بيع تلك الأوراق إن ارتفعت أسعارها أكثر، وعلى هذا الأساس يبدو ذلك السلوك عقلاني لكن كون أن أغلب الأعوان سيقومون بنفس السلوك والذي يعتبر من المنظور الجماعي غير عقلاني، فلا يعقل أن يكون عون عقلاني في سوق غير عقلانية.

2- آلية الفقاعة المضاربية [2]: أشرنا سابقا أن الفقاعة تعني ابتعاد أسعار الأوراق المالية عن محدداتها الأساسية، ويقترح كل من(Mill.Kindelberger & Minksky.Fisher) نموذج تضخم الفقاعات المالية، فتبدأ الفقاعات المضاربية تحت تأثير توقعات ارتفاع الأرباح بفعل عوامل عديدة (إلغاء القيود، فتح أسواق جديدة، الابتكارات المالية...)، وارتفاع توقعات الأرباح من شأنه أن يخلق فرصا جديدة للاستثمار، والأرباح، وزيادة

(1) Ibid, p05.
(2) Ibid, p(6-9)

الاستثمارات يصاحبها ارتفاع الطلب على التمويل من قبل المستثمرين ومن ثم ارتفاع حجم العمليات في السوق المالية وأسعار الأصول المالية بفعل عوامل موضوعية تخص نمو مردودية المؤسسات، بالإضافة إلى هذا يرتفع كذلك الطلب على القروض وتتنامي مديونية الأعوان الاقتصاديين، لكنها في هذه المرحلة تسبب حرجا كون تسديدها يتم من الأرباح والفوائد التي تحققها المؤسسات الأمر الذي يشجع البنوك على التوسع في قروضها أكثر.

إن ارتفاع الأرباح ينجر عنه ارتفاع مداخيل أصحاب رؤوس الأموال، ففي الفترة 1920– 1929 ارتفعت هذه الأخيرة بمعدل ثلاث مرات أكبر من معدل ارتفاع الأجور، وبما أن أغلب الأرباح سيعاد استثمارها، فهذا يعني أن حصة معتبرة من الاستهلاك النهائي تذهب إلى الاستثمار، وهنا تظهر بوادر الانفجار، فالسلع المنتجة، ستجد صعوبة في تصريفها بسبب ضعف الطلب النهائي كنسبة من القيمة المضافة ويستدعي ذلك اللجوء إلى الاستدانة من طرف المستهلكين ومنتجي السلع، وتقفز أسعار الأصول المالية إلى أقصاها، حتى تفوق قيمتها الحقيقية، تستمر عمليات الاستدانة بنسب مرتفعة، وتجد المؤسسات صعوبة في الوفاء بالتزاماتهم، إذ أن الأرباح لا تسمح لهم بتسديد اهتلاك رأس المال، وهو ما يؤدي بهم إلى الاستدانة مرات عديدة أو القيام ببيع أصل قصد ضمان تسديد اهتلاك رأس المال، وتظهر هناك فضائح مالية كبيرة، وبعد ذلك ستكون الأجواء مهددة بالانفجار، فمجرد ظهور أي حادث أو ظاهرة (وعادة ما يتمثل في ارتفاع أسعار الفائدة على المدى القصير) ستؤثر سلبا على ثقة المستثمرين والمقرضين تقودهم إلى إعادة النظر في توقعاتهم وبالتالي يقدمون على التخلي الجماعي عن أصولهم وبيعها وتتجه أسعار الأوراق المالية إلى الانخفاض وإلى تضخم قيم المديونية. تؤدي هذه الظاهرة إلى ظهور حالات إفلاس عديدة للبنوك خاصة بإقبال الجمهور على سحب ودائعهم منها، وهذا بتأثير كذلك عدم تناسق المعلومات وعمليات تقليد الآخرين المتزايدة فتنقلب الوضعية رأسا على عقب معلنة بانفجار الفقاعة المضاربية وظهور الأزمة المالية.

وكتقييم لهذه المدرسة نقول أنها نجحت إلى حد كبير في تفسير الأزمات المالية، خاصة الأزمات الحديثة التي عرفتها الأسواق الناشئة في التسعينات، كما أنها تعطي تفسيرا مبررا كذلك لأزمتي 1929 و1987 بوجود اختلالات على مستوى النظام المالي ككل.

المبحث الثاني: استعراض بعض الأزمات المالية.

شهد القرن الماضي العديد من الأزمات المالية، ونحاول في هذا المبحث التعرف على أهمها والتي نراها الأكثر عمقا وانتشارا، فنخصص المطلب الأول لأزمتي 1929 و1987 بالنظر إلى تشابههما، والانهيار الكبير للبورصة آنذاك، ثم المطلب الثاني خصص إلى أزمات التسعينات باعتبارها حديثة تشترك في العديد من الخصائص والأسباب، أما المطلب الثالث فتم التطرق فيه إلى الآليات التي يتبعها صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات المالية.

المطلب الأول: أزمتي 1929 و1987.

عرف الاقتصاد العالمي الكثير من الهزات المالية، اختلفت مدتها وآثارها من أزمة إلى أخرى، إلا أن العالم وبحدوث أزمة 1929 قد نسي كل الأزمات السابقة، وبقي الحديث عن الأزمة التي ضربت العالم فامتدت آثارها لعدد كبير من القطاعات واستمرت لفترة طويلة مقارنة بسبيقاتها وبقي النقاش دائرا حولها إلى أن تكررت الأزمة سنة 1987 إلا أنها كانت أقل حدة من أزمة 1929.

الفرع الأول: أزمة 1929 "انهيار البورصة الأمريكية" أكتوبر 1929.

تعد أزمة الكساد الكبير أول أزمة مالية عالمية ذات آثار بالغة في جميع المجالات، ويمكن القول أنها كانت السبب في تغيير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي، وقد جاءت أزمة سنة 1929 في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهارا غير مسبوق، حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية، وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية، فساهم هذا في جلب المزيد من الازدهار والانتعاش إلى السوق الأمريكية.

1- وصف شامل قبل حدوث الأزمة: كانت العشرينات في الولايات المتحدة الأمريكية سنوات مضاربة حادة، خاصة في العقارات وما يتصل بها وفي سنة 1926 عندما اجتاح فلوريدا إعصاران لم تكن الأماكن مرغوب فيها، واتجه الجميع عندئذ إلى البورصة، وعرفت بذلك أسعار الأسهم تصاعدا كبيرا خاصة في سنة 1928، وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 بـــ 216 مقارنة بـــ 100 في سنة 1926 و يمكن إيعاز هذا الارتفاع إلى الأسباب التالية[1]:

أ. التصريحات المتفائلة: وهي الصادرة عن صناعي القرار، مثل المدير العام لشركة جنرال موتوزر سنة 1928 أو عن رجال السياسة (كوليدج "Coolidge" رئيس الولايات المتحدة الأمريكية في مارس 1929، حتى هورفر"Horver" الذي جاء من بعده)، وعن اقتصاديين مثل ايرفينج فيشر"Ivring fisher".

(1) دانييل أرنولد: ترجمة عبد الأمير شمس، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان ص (30-32).

ب. وفرة الادخار وسهولة التسليف: خاصة بظهور تقنيات عديدة أهمها هامش الضمان*

ت. تسامح السلطات النقدية الأمريكية: حيث لم تستطيع أو لم ترغب في الوقوف في وجه حركة الارتفاع وقد كان تدخلها متأخرا برفع الخصم من 5% إلى 6% في أوت 1929.

ث. إنشاء وتأثير الشركات الاستثمارية المتعددة **: وتقوم باستعمال رؤوس الأموال من الأفراد للحصول على الأوراق المالية.

وانتقل بذلك مؤشر دوانجونز لمتوسط الصناعة من 191 نقطة في بداية 1928 إلى 300 نقطة في ديسمبر من نفس السنة، وإلى أقصاه في سبتمبر 1929بـــ381 نقطة أي تضاعف مرتين خلال سنتين، وكان ذلك نتيجة ارتفاع المضاربة الشديدة على قيم الأسهم، وانتقل معدل حجم التداول من 04 ملايين سهم في مارس 1928 إلى 6.9 مليون سهم في نوفمبر و8.2 مليون سهم في مارس 1929، ولقد فاق معدل عدد الأسهم المتداولة كل يوم 4277000 سهم، وهذا بخصوص 1.1 مليون سهم مسجل فقط سنة 1929، وارتفع معدل السعر إلى الربح "PER"(Price Earing Ratio) من مستوى معتدل من 10 أو 12 إلى 20 [1].

* هامش الضمان : هو تقنية على أساسها يمكن لمضارب يملك رأس أساسيا يساوي 100، أن يحصل على أوراق مالية بمبلغ أكبر (مثلا 180)، يمول الفرق بالاستعانة بقروض لدى السماسرة، وتكون الضمانة للمقرض من وديعة أسهم ومن المبلغ المقدم أحيانا، والذي يسمى هامش الضمان وفي مثالنا يعادل هامش الضمان 55 % أي (180/100).

** هي شركات تكاثرت في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1927 و1929 وتتكون على أساس رأسمال يتكون أساسا (90 % مثلا) من أسهم إمتياز، لا تخول حق التصويت أما الباقي من رأس المال فيأخذ شكل أسهم مملوكة من طرف المديرين، والشركة التي كانت معروفة أكثر من بين هذه الشركات كانت غولدمان"Goldman"و سش "Sachs" وشركاء المنشأة في نهاية عام 1928.

(1) C.PKindlerger & A. Bernard, la grande crise mondiale1929-1933, édition Economica, paris1988, p (107-108).

الجدول رقم(14): تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية(1926-1938). (نقطة مئوية)

السنوات / الأشهر	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
جانفي	102	106	137	193	149	103	54	46	84	81	114	148	100
فيفري	102	108	135	192	156	110	53	43	88	80	120	154	99
مارس	96	109	141	196	167	112	54	42	85	75	124	154	96
أفريل	93	110	150	193	171	100	42	49	88	79	124	144	86
ماي	93	113	155	193	160	81	38	65	80	86	118	138	86
جوان	97	114	148	191	143	87	34	77	81	88	119	134	92
جويلية	100	117	148	203	140	90	36	84	80	128	128	142	106
أوت	103	112	153	210	139	89	52	79	77	95	131	144	103
سبتمبر	104	129	162	216	139	76	56	81	76	98	133	124	104
أكتوبر	102	128	166	194	118	65	48	76	76	100	141	105	114
نوفمبر	103	131	179	145	109	68	45	77	80	110	146	96	114
ديسمبر	105	136	178	147	102	54	45	79	80	110	144	95	112

Source:C.Pkindleberger, **la grand crise mondial1929-1933**, édition Economica, paris1988, P110.

2- حدوث الأزمة: قلنا أنه في 30 سبتمبر من عام 1929 أقفل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة على أعلى قيمة له بـــ 381 نقطة، و في 02 أكتوبر من نفس السنة انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وصحبه انخفاض آخر في اليوم التالي قدره 43 نقطة معلنا بداية الكساد العظيم "Great crash"و في يوم الأربعاء 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة، مما يعني انخفاضا بلغت نسبته 20% بالمقارنة مما كان عليه الحال في 03 سبتمبر أي في أقل من شهرين[1]، وحدث هلع كبير في 24 أكتوبر الخميس الأسود في أوساط المستثمرين، وقد حاولت مجموعة من البنوك التدخل لوقف الانخفاض لشراء سندات مقابل مبالغ باهضة، وذلك بواسطة الأموال السائلة المقدمة في السوق المفتوحة من البنك الفيدرالي الاحتياطي لكن ذلك لم يوقف انخفاض الأسعار إلا مؤقتا، فقد شهد الأسبوع الموالي انخفاض جديد يوم الاثنين وهلع أخر يوم الثلاثاء " الثلاثاء الأسود"، وشهد هذا اليوم تداول16.4 مليون سهم، مشكلا رقما قياسيا لم يتجاوز في غضون الأربعين سنة[2].

ولقد كان لانهيار البورصة نتائج انكماشية كبيرة على كل الاقتصاد، وأصبحت بذلك أزمة شاملة، وتعرضت البنوك والمؤسسات لإفلاسات كبيرة، بسبب انخفاض قيمة محافظها المالية مع نتائج سيئة في استثماراتها من جهة، ومن جهة أخرى عدم وجود طلب كافي على منتجاتها، وتفاقمت الأزمة تدريجيا بعد هذا الانهيار، فقد

(1) د. منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص(173-174).

(2) C. PKindlerger &A. Bernard, Op.cit, p116.

تدنى الإنتاج الصناعي الأمريكي بـــ 10 % في الفترة 1929 - 1932 وانخفض حجم الاستثمارات بتسع مرات من حجمها قبل الأزمة ونستطيع حصر أهم نتائج هذه الأزمة في ثلاث تطورات شمولية كبرى وهي[1]:

أ- انهيار النظام المصرفي الأمريكي: فقد ابتليت البنوك بالانهيار (50% من قروض البنوك كانت مضمونة بسندات)، وعرفت مشاكل في السيولة، وظهور أزمة فقدان الثقة لدى المودعين ما يقارب 3 بليون دولار.

ب- التصفية العامة لديون الشركات: لقد أدى تخفيض قطاع الأسر لمشترياتهم من السلع والخدمات من جهة، وضغط المصارف الدائنة من جهة أخرى، إلى تصفية عامة لديون الشركات، وبيع مخزوناتها بالخسارة.

ت- تصدير واستيراد الأزمة: ماليا وتجاري، فمباشرة بعد انهيار بورصة "وول ستريت" انتقل التدهور إلى باقي الأسواق المالية الأخرى، وقامت البنوك الأمريكية باسترجاع ودائعها في الأسواق الأوروبية خاصة في ألمانيا والنمسا، وازداد انتشار الأزمة على الصعيد الدولي، وفي المقابل انتقلت الصعوبات كذلك من بنك"كريديتا نستالت Kredit anstalt" و الذي تمتلك فيه البنوك الأمريكية أسهما معتبرة، وعمدت السلطات إلى تطبيق قرار تأجيل تسديد الديون عالميا لمدة سنة. أما تجاريا، فيظهر من خلال انخفاض الواردات الأمريكية التي صاحبته آثارا سلبية على الطلب والإنتاج في الدول الأخرى.

3- تفسير الأزمة: كثر جدل حول مسببات الأزمة، هل انهيار البورصة تسبب في حدوث الكساد العظيم ؟ أم أن الكساد العظيم هو الذي تسبب في حدوث انخفاض أسعار الأوراق المالية ؟ وقد وقع الإجماع على أن انهيار البورصة هو الذي امتد تأثيره ليشمل باقي القطاعات الأخرى محدثا كسادا فيها[2].

ويمكن ربط انهيار أسعار الأوراق المالية إلى المضاربة التي اشتدت وطأتها في تلك الفترة، حيث بارتفاع أسعار الأوراق ونسبة الأرباح قبل الأزمة كما أشرنا إلى ذلك سابقا، حدث هناك توسع كبير في استثمار الشركات رغبة منها في الحصول على أرباح أكبر، فكان لابد لها من البحث عن رؤوس الأموال من السوق المالية، وحتى تجتذب المساهمين يكون عليها لزاما تطبيق سياسة توزيع جزئية للأرباح وأن تخفي خسائرها المحتملة، وتنجح هذه الإستراتيجية إذا كان تشكل الأسعار ممثلا في شكل حلزوني متصاعد، ويصل إلى مستوى لا يعكس أبدا ربحية المؤسسات (مغالاة في الأسعار) فكان لابد من الانهيار وفي اعتقادنا أن هذا التفسير يقترب كثيرا من التفسير الذي قدمته مدرسة عدم الاستقرار المالي بخصوص انفجار الفقاعة المضاربية[3].

كما صاحب عمليات المضاربة تلك، القيام بعمليات أخرى، كالقيام بعمليات هامش الضمان المشار إليها سابقا، حيث وصلت نسبتها إلى حوالي 10% وهذا يعني أن أي تغير خفيف في القيمة السوقية للسهم يترتب عنه مطالبة العميل زيادة مساهمته، غير أن المتعاملين لم تكن لديهم السيولة الكافية ومن ثم تصفية هذه الصفقات، وبيع

---

(1) دانييل أرنولد: ترجمة عبد الأمير شمس، مرجع سبق ذكره، ص40.

(2) د. منير إبراهيم هنيدي ، مرجع سبق ذكره، ص174.

(3) دانييل أرنولد: ترجمة: عبد الأمير شمس، مرجع سبق ذكره، ص34.

الأوراق المالية محل الصفقة، يضاف إلى ذلك التأثير الذي أحدثه البيع على المكشوف* حيث سارع المضاربون إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف، مما ساهم من تدهور الأسعار، كما أن هناك عدة ممارسات ومعاملات غير شرعية، انتابت تلك الفترة، الشراء بغرض الاحتكار، استغلال ثقة العملاء، وتلاعبات كثيرة سارعت في حدة هبوط الأسعار .

4- خصائص أزمة 1929:

بالمقارنة مع الأزمات السابقة لأزمة 1929 تميزت هذه الأزمة بالخصائص الآتية[1]:

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي ككل.
- كان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدولية في النظام الرأسمالي.
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا، حيث استغرقت حوالي 4 سنوات.
- عمق وحدّة هذه الأزمة بشكل استثنائي: ففي الولايات المتحدة الأمريكية انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما انخفضت عمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، بينما انخفضت هذه العمليات نتيجة لأزمة 1907 بمقدار (4%- 5%) فقط، وكان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية 1929 حتى منتصف عام 1933 أكثر من 10000 بنك أو حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية، بينما كان عدد البنوك التي أفلست خلال أزمة (1907– 1908) 243 بنك فقط، إن انهيار هذا العدد الكبير من البنوك أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين (خاصة الصغار منهم، وكان ظهور هذه الأزمة في الأسواق المالية خلال انهيار أسعار الأوراق المالية) التي انخفضت بنسبة 66% في ألمانيا و90% في الولايات المتحدة الأمريكية.
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة: خلال الفترة (1930–1933) كان سعر الخصم لدى بنك انجلترا بحدود3.1% مقابل 5.5% في عام 1929، ولدى البنك المركزي في نيويورك 2.6% مقابل 5.2%، في بداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار الفائدة ناتجا عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، لكن مع استمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل حاد بسبب انخفاض الإنتاج الصناعي والمبادلات وأيضا زيادة عرض رؤوس الأموال هذا بالإضافة إلى أن سياسة (النقود الرخيصة) التي اتبعتها البنوك المركزية بهدف معالجة ورفع مستوى النشاط في الاقتصاد قد ساهمت إلى حد بعيد في انخفاض أسعار الفائدة.

إن المستويات المتدنية لأسعار الفائدة تسبب في إطالة أمن الأزمة كما أن المقرضين كانوا يغالون في طلب الضمانات على القروض مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الاقتراض.

- اختلاف أمد ودرجة هذه الأزمات من بلد لآخر بشكل كبير، في خريف عام 1929 انهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية وبنفس الوقت بدأ الانخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية

---

*البيع على المكشوف: هو أسلوب من المعاملات يقوم به المضاربون وذلك ببيع الورقة أم لا، ثم تشترى فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية التي سبق أن بيعت بها.

(1) د. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في علم النقد والمال، مشكلات البورصات وانعكاساتها على الدول النامية، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر2005، ص(100-104).

بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية، مما أدى إلى ظهور أزمات في موازين مدفوعات هذه الدول، في ربيع عام 1931، امتدت الأزمة النقدية والمالية إلى الدول الأوروبية، لتبدأ في انجلترا في خريف نفس العام، ثم اندلعت الأزمة من جديد في ربيع عام 1933 في الولايات المتحدة الأمريكية وبشكل خاص في النظام النقدي والائتماني.

- توافقت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وبنفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازيين المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية، في انجلترا تم إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب (21 سبتمبر 1931)، وبالرغم من أن هذا الإبدال كان على شكل سبائك، وقد نتج عن ذلك تدهور قيمة الجنيه الإسترليني، كان سبب إلغاء العمل بالنظام الذهبي عام 1933 هو تزايد الإقبال على إبدال النقود الورقية بالذهب، وأيضا انخفاض السيولة لدى البنوك بالإضافة إلى انخفاض الاحتياطات الذهبية، لقد تسببت هذه الأزمة في انخفاض قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي (50%- 84%) بالمقارنة مع مستوى ما قبل الأزمة.

5- نتائج أزمة 1929:

نتج عن هذه الأزمة إفلاس الكثير من الشركات، وتفشي البطالة، وانخفاض الطلب على السلع والخدمات وتدني الأسعار، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير نتيجة لإحجام المقرضين من منح الائتمان لكونهم لم يتمكنوا من تحصيل حقوقهم من المدينين الذين عجزوا بدورهم عن الوفاء بما عليهم من مستحقات، ومن ثم فإن البنوك قد واجهت صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهذا الأمر الذي تركها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم مما نجم عنه إغلاق العديد من هذه البنوك، حيث بتاريخ 1933/03/06، تم إغلاق كافة البنوك بأمر من الرئيس الأمريكي "روزفلت" وبعد أسبوع من ذلك تم السماح للبنوك التي تتمتع بمستوى مقبول من السيولة أن تمارس نشاطها[1].

كما نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا[2].

الفرع الثاني: أزمة 1987 " انهيار البورصة الأمريكية " أكتوبر 1987.

1- خصائص الفترة السابقة للأزمة: مثلها مثل أزمة 1929، شهدت فترة قبل حدوث هذه الأزمة، ازدهارا كبيرا وارتفاع ملحوظ لأسعار الأسهم فاتسمت هذه الفترة بفترة البحبوحة (1982- 1987) وفيها ارتفعت أسعار الأسهم كثيرا، فالمؤشر الفرنسي لأسعار الأسهم ارتفع بـ 275% وارتفع المؤشر الياباني بـ271%، ومؤشر داو نجونز بـ 197% وكذلك المؤشر البريطاني "فانياشل تايمز" بـ 200%، ويمكن إرجاع هذا التطور إلى ثلاث أسباب[3]:

(1) د. منير إبراهيم هنيدي ، مرجع سبق ذكره،ص174.

(2) د. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في علم النقد والمال، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص104.

(3) دانييل أرنولد: ترجمة عبد الأمير شمس، مرجع سبق ذكره، ص(78-79).

أ. تزايد أرباح الشركات: 30% في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1986، وبلغت نسبة الربح حدا مقبولا (70% في المتوسط).

ب. زيادة حصة الادخار الموظفة في الأوراق المالية: إما بشكل مباشر أو غير مباشر ويرجع ذلك إلى المحفزات الضريبية، إذ أن 20% من الأسر الفرنسية كانت تملك أوراقا مالية أو حصصا في شركات التوظيف الجماعي.

ت. تصاعد عمليات الابتكار المالي: وأصبحت الأوراق بفعل هذا الابتكار والتقدم متجانسة وقابلة للتحكيم على الصعيد المالي.

2-تدهور أسعار البورصة في 19 أكتوبر 1987:

ويقال له " الاثنين الأسود " إذ اندلعت في وول ستريت بنيويورك، بفقدان مؤشر داو جونز 508 نقطة في ذلك اليوم أي نسبة 21.6% من مستواه السابق البالغ 2247.0 نقطة بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4 وهبطت أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26% وقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار موزعة بنسب 22 %، 17%، 15%، 12% على كل المراكز المالية لندن، طوكيو، فرانكفورت، أمستردام على التوالي[1].

ولم تمس الأزمة الأسواق الحاضرة فقط، بل شملت أيضا الأسواق المستقبلية رغم اختلاف الأنظمة بهما، فقد شهدت هذه الأسواق سيلا متدفقا من أوامر البيع لا مثيل له، ففي بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية انسحب معظم صغار صناع السوق من التعامل، وامتدت الأزمة لتشمل باقي أسواق العالم، فبالرغم من حدوث تدهور للأسعار قبل ذلك اليوم في 14 أكتوبر 1987 في نيوزيلاند وإسبانيا ودول آسيوية إلا أن الانخفاض كان كبيرا عند الافتتاح يوم الاثنين وترجع أسباب تدني البورصة إلى عوامل اقتصادية وأخرى مالية[2]:

تتجلى الأسباب الاقتصادية في اتساع عجز الميزانية الأمريكية (220 مليار سنة 1986)، وعجز الميزان التجاري (180 مليار دولار عام 1986)، فكانت التوقعات تشير إلى معدلات أسعار الفائدة مما سيقابله من زيادة النفقات المالية للشركات وإضعاف النمو الاقتصادي وهما عاملان كافيان لتدني الأرباح.

أما الأسباب المالية فتتمثل في اختلال الأسعار الذي مرده يرجع إلى تطور أسعار السندات وأسعار الأسهم فارتفاع معدلات الفائدة وانخفاض أسعار السندات قلل من جاذبية الأسهم ومن مردوديتها مقارنة بالسندات، وعلى هذا الأساس اختار المستثمرون السندات بدلا من الأسهم وظهرت هناك موجة كبيرة من عمليات بيع الأسهم.

هذا بالإضافة إلى أن هناك أسباب ظاهرة تخص الاختلاف بين السياسة الاقتصادية الأمريكية والألمانية، فقد هدد جيمس بيكر، سكرتير الخزينة الأمريكية، يوم 17 أكتوبر بخفض الدولار كرد على زيادات معدل تدخل البنك المركزي الألماني " Bundes bank" وهي تتناقض مع اتفاقية " اللوفر" التي تلتزم من خلالها الدول الموقعة

---

(1) د. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1993، ص(203-204).

(2) د. منير إبراهيم هنيدي، مرجع سبق ذكره، ص(583-587).

عليها بحد أعلى وحد أدنى لسعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى، وقد ترجم هذا التصريح إلى تأويلات مبالغ فيها أثرت على ثقة المستثمرين[1].

ولقد بلغت أسعار الأوراق المالية في البورصات الدولية أدنى مستوياتها في 19 أكتوبر 1987 فقد كان المتعاملون يحاولون التخلص ما بحوزتهم من أسهم وسندات بأي طريقة، وفي أذهانهم أزمة 1929 وما خلفته من نتائج مأساوية، والجدول الموالي يوضح ذلك التدهور.

ويوضح الجدول أن أسعار الأوراق المالية قد ارتفعت بعد تقييمها بالدولار، بشكل أكبر من ارتفاعها مقيمة بالعملات المحلية، وهذا راجع إلى انخفاض قيمة الدولار مقابل العملات الأخرى كما يوضح الجدول كذلك أن أسعار الأوراق قد عرفت ارتفاعا كبيرا في أوائل سنة 1987 مقارنة بسنة 1986، ولكن بعد الأزمة تدهورت الأسعار كثيرا في كامل الأسواق الدولية.

جدول رقم(15): تطور مؤشرات أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق الدولية 1987.

البورصات	المؤشرات بتاريخ 1986/10/06	خلال عام 1987		التغيرات خلال السنة	المقارنة مع تاريخ 1986/12/31	
		أعلى مستوى	أدنى مستوى		التغيرات بالعملة المحلية	التغيرات بالدولار
فرنسا	410.9	460.4	392.0	6.1+	3.3+	7.8+
ألمانيا	1998.4	2061.1	1633.8	1.0+	2.3-	2.3+
هونغ كونغ	3906.4	3949.7	2449.9	80.6+	52.1+	51.8+
ايطاليا	663.6	767.3	588.8	11.6-	9.1-	8.6-
اليابان	26089.0	26118.4	18544.0	48.2+	38.6+	49.5-
سويسرا	727.1	729.7	559.7	30.5+	23.5+	30.1+
انجلترا	1358.3	1926.2	1320.2	47.8+	41.4+	55.7+
و.م.أ	2548.6	2722.4	1927.3	48.8+	34.4+	34.4+

المصدر: عطون مروان، **البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 202.

3- نتائج أزمة أكتوبر 1987[2]:

مقارنة مع بدايات أكتوبر 1986، فإن مؤشرات أسعار الأوراق المالية عند بدايات أكتوبر1987 قد توجهت نحو الصعود حيث سجلت زيادة في كل من اليابان والمملكة المتحدة بما يقارب 48% وكانت في

(1) دانييل أرنولد: ترجمة: عبد الأمير شمس، مرجع سبق ذكره، ص(81-82).

(2) محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر1998- 1999، ص279.

الولايات المتحدة الأمريكية تقدر بـــ 43% بينما سجلت أدنى مستوياتها في كل من فرنسا وألمانيا بحوالي 6% و1 % على التوالي.

وقد اندلعت الأزمة بكل مآسيها يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 ببورصة "وول ستريت" حيث نزلت أسعار الأسهم بها بما نسبته 26% أي بخسارة للثروات ارتفعت إلى 800 مليار دولار ،وكانت هذه النسبة تمثل في كل من المملكة المتحدة وطوكيو وفرانكفورت 22%، 17%، 15% على التوالي وقد عرف هذا اليوم بيوم الاثنين الأسود ذلك لما حصده من خسائر وثروات التي تعدت في مجموع البورصات العالمية حدود 2000 مليار دولار، وكانت قرابة ثلاثة أرباعها تعود إلى بورصات مجموعة السبع الأكثر تقدما في العالم.

ونشير أن عددا كبيرا من المؤسسات قد أعلنت إفلاسها، وعدد آخر منها تكبدت خسائر ضخمة، ومن أمثلة ذلك أن 5000 مؤسسة مدرجة في قيد البورصات الأمريكية قد بلغت خسائرها حوالي 490 مليار دولار.

مما سبق يتضح أن انهيار الأسعار لشهر أكتوبر 1987 كان أشد وأعنف من الأزمة الاقتصادية الكبرى 1929-1933، ذلك لأنها قد تجاوزتها من حيث خسائر الثروات إلى ما يقارب الضعف وبالرغم من الاقتصاد العالمي قد استعاد عافيته حيث لم يتسبب هذا الانهيار في الحد من استهلاك العائلات على نحو الذي يقلص معه حجم الاستثمار لقلة الادخار مما كان يمكن أن يساعد على انتشار البطالة والكساد، وقد تمكنت البورصات بعد ذلك من استعادة أنفاسها من خلال العودة إلى مستويات الأسعار التي كانت قبل الانهيار وذلك بعد أشهر قليلة فقط.

4-بعض التدابير لمعالجة الأزمة[1]: بعد يوم الثلاثاء 20 أكتوبر 1987 بوقت قصير، أوقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي أسواق الاختيار والعقود المستقبلية، وللخروج من الأزمة فقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها، كما تدخل البنك المركزي، وكذلك بحث البنوك على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية، وقرب الإقفال في يوم الثلاثاء بدأت أسعار الأسهم تتجه إلى الصعود. وفي يوم الاثنين 19 أكتوبر عندما حدث هبوط في الأسعار ببورصة هونج كونغ، تم إقفالها لمدة أسبوع لتفادي المزيد من الهبوط، ولكن عند إعادة افتتاحها يوم الاثنين 26 أكتوبر انخفضت الأسعار انخفاضا كبيرا عما كانت عليه قبل إغلاق البورصة، وقد أسهمت البنوك التي تعمل في هونج كونغ مع مساعدة من الحكومة وبنك الصين، بمبلغ 4 مليارات دولار لتخليص البورصة من أزمتها.

أما في اليابان فقد دعي المستثمرين اليابانيون من قبل الحكومة لدعم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو وحتى يمولوا مشترياتهم، عمد المستثمرون إلى بيع أوراق مالية بحوزتهم في دول أخرى ،مما زاد من صعوبات البورصات الأجنبية لزيادة السيولة وتدعيم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو.

وقامت البنوك المركزية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وفرنسا، وألمانيا الاتحادية وبريطانيا بخفض معدلات الفائدة، والعمل على توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم البورصات.

---

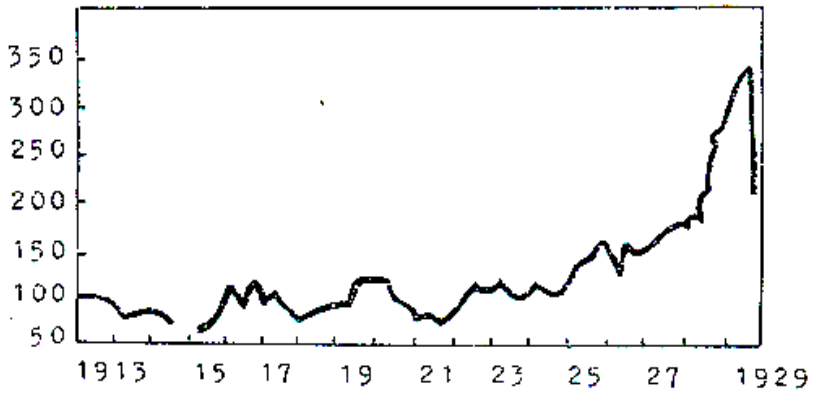
(1) د. عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في البورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبوظبي2002، ص(312-313).

الفرع الثالث: مقارنة بين أزمتي 1929 و1987 [1].

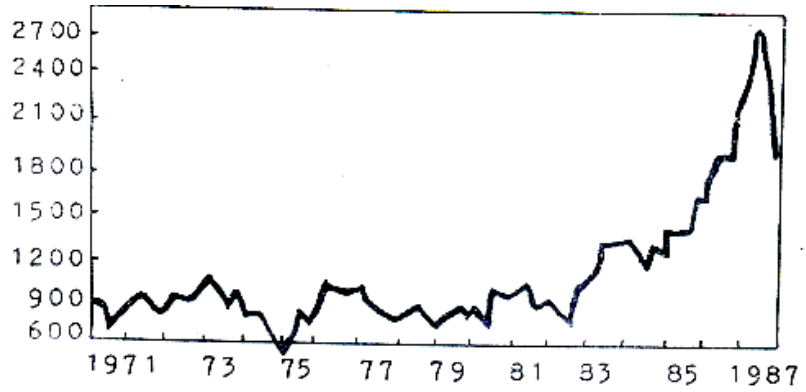
عند مقابلة تطور مؤشر داو جونز لأسعار الأوراق المالية خلال 16 سنة في كلا الأزمتين من (1913 إلى 1929) ومن (1971 إلى 1987) كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم(10): مقارنة بين تطور مؤشر داو جونز في أزمتي 1929 و1987

تطور مؤشر (داو جونز) لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة(1913-1929).



تطور مؤشر (داو جونز) لأسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة(1971-1987).



المصدر: عطون مروان، **البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص209.

ويظهر من خلال هذا الشكل الخصائص التالية:

- وجود تطابق مذهل بين اتجاهات تغيرات مؤشر " داو جونز " خلال الفترتين المذكورتين.
- خلال الفترة (1913 – 1929) اتجه مؤشر" داونجونز" نحو الارتفاع ابتداء من عام 1925، وخلال الفترة (1971-1987) اتجه المؤشر نحو الارتفاع ابتداء من عام 1983، و بذلك فإن أسعار الأوراق المالية بدأت بالصعود قبل أربع سنوات من وقوع الأزمة في كل من الفترتين.
- في 19 أكتوبر 1987 انخفض مؤشر "داوجونز" بمقدار 508 نقطة أي بنسبة 21.62 % من مستواه في ذلك التاريخ و البالغ 2247 نقطة، بينما انخفض هذا المؤشر يوم 28 أكتوبر 1929 بمقدار 38.3 نقطة أي بنسبة 12.8% من مستواه في ذلك اليوم و البالغ 260.6 نقطة، ولكن لا يمكن إغفال أوجه الاختلاف بين الأزمتين:

---

(1)د. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص(208-212).

➢ استمرت الأزمة الاقتصادية الكبرى (1929 – 1933) لمدة أربع سنوات تقريبا، بينما أزمة أكتوبر 1987 قصيرة جدا، لم تتجاوز مدتها بضعة أسابيع فقط.

➢ الاختلاف الكبير بين الدول التي شملتها الأزمة من حيث تاريخ بدئها وانتهائها، فأزمة 1929 لم تبدأ في جميع الدول في وقت واحد، ولم تنقض أيضا في وقت واحد، بالإضافة إلى أنها لم تكن بنفس الدرجة من العمق والحدّة في كل الدول، أما أزمة أكتوبر 1987 قد اندلعت بسرعة كبيرة بين الدول، ولم تكن هناك فروقات جوهرية فيما بينها من حيث مدى حدتها ومواعيد انحصارها.

الفرع الرابع: التباين الكبير في أسباب الأزمتين.

1- يمكن إرجاع أسباب أزمة الكساد العظيم خلال الفترة 1929– 1933 إلى ارتباط النقد بالذهب وعدم توافر المرونة الكافية لكمية النقود اتجاه تغيرات النشاط الاقتصادي بعبارة أخرى عدم مقدرة النظام النقدي على تلبية متطلبات التطور الاقتصادي المتزايد إلى النقود وأيضا غياب إمكانية استخدام السياسة النقدية لتحقيق سواء أهداف اقتصادية داخلية (محلية) أو أهداف اقتصادية خارجية، وباختصار قصور وتخلف النظام النقدي (وبشكل خاص السياسة النقدية) عن مواجهة متطلبات التطور الاقتصادي.

2- بينما ترجع أسباب أزمة أكتوبر 1987 في التطور الهائل والمتسارع في الأنظمة النقدية والائتمانية مع إزالة معظم الحواجز بين الأسواق المالية الدولية مما زاد في سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر وأيضا في سرعة اكتساب الأزمات الطابع الدولي بالإضافة إلى توافر كل الإمكانيات اللازمة لاستخدام السياسات النقدية على أوسع نطاق لذلك أصبح من أهم سمات التطور الاقتصادي في السنوات الأخيرة هو الإفراط في استعمال السياسات النقدية ليسن فقط للتأثير على الأوضاع الداخلية بل والدولية أيضا.... حيث أن السياسات النقدية للدول الصناعية الكبرى تؤثر بشكل كبير على الأوضاع النقدية والمالية في الدول الأخرى من خلال قنوات العلاقات النقدية والاقتصادية والدولية (والتي من أهمها: العملات الاحتياطية الرئيسية) وباختصار فإن أهم أسباب هذه الأزمة انبثقت من التطور الكبير جدا في الأنظمة النقدية والمالية.... وأيضا من الإفراط في استعمال السياسة النقدية والمالية لتحقيق مكاسب خاصة.

المطلب الثاني: الأزمات في الأسواق المالية الناشئة.

عرفت عشرية التسعينيات العديد من الأزمات المالية التي هزت دولا مختلفة، فابتداء من أزمة النظام النقدي الأوربي (1992-1993)، فأزمة المكسيك 1994، ثم أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، و أزمة روسيا 1998 والأزمة الأرجنتينية 1999. وسنقتصر في دراستنا هذه على بعض منها فقط والتي يعتقد أنها الأهم على النحو التالي:

الفرع الأول: الأزمة المكسيكية.

1– وصف للفترة قبل الأزمة: قبل الحديث عن الأزمة المكسيكية وحيثياتها، قد يجدر بنا الأمر أن نستهل هذه النقطة بوصف شامل وملخص للسياق الذي جاءت فيه، فبعد أن كان المكسيك هو المنطلق لأزمة المديونية سنة 1982، بدأت الدولة في القيام بإصلاحات هيكلية تضمنت عدة نقاط غرضها إعادة الثقة لدى المستثمرين قصد

إعادة جذب رؤوس الأموال الأجنبية أو بتعبير آخر قصد إعادة المكسيك إلى الأسواق المالية الدولية، فانتهاج برنامج إصلاح ذو طابع حر (رفع الرقابة على أسعار الصرف، الخوصصة، تحرير التجارة الخارجية، إزالة القيود التنظيمية على الاستثمارات الأجنبية، التخفيف من القيود التنظيمية وتحديث الأسواق المالية) كان يحظى من طرف هيئات مالية دولية (كُوِن مشروع برادي لإعادة هيكلة الديون على اتفاق مع البنوك التجارية ومصالحها)، وقد سمح بإعادة المكسيك إلى النمو الاقتصادي وتخفيض معدل التضخم والرجوع إلى حالة التوازن الميزاني[1]، وهكذا تراجع معدل التضخم من 114% إلى 26% سنة 1990 وفي نفس السنة 1994 انخفض التضخم من مستوى الأرقام الأحادية وهو الأمر الذي لم يحدث منذ 20 سنة من قبل[2]، كما عرف معدل نمو الإنتاج المحلي الإجمالي للمكسيك تنامي معتبر ليصبح في الفترة 1989– 1994 تقدر بـــ 3.9% في المتوسط وفي هذه الفترة التي عرف فيها المكسيك تحسن وضعيته المالية، ثم التوقيع على اتفاق التجارة الحرة لأمريكا الشمالية(NAFTA) والذي يربط الولايات المتحدة الأمريكية، المكسيك، كندا قصد إنشاء منطقة للتبادل الحر.

كل هذه النقاط ساهمت في إعادة الثقة لدى المستثمرين اتجاه المكسيك، ففي حين كان يعرف هذا الأخير في الفترة 1983- 1989 خروج صافي لرؤوس الأموال بمقدار 15 مليار كمتوسط سنوي سجل هذا البلد في الفترة 1990- 1994 دخول لرؤوس الأموال بمقدار 102 مليار دولار (من بينها 30 مليار دولار في سنة 1993)، أي ما يمثل 8% من الناتج الداخلي الإجمالي[3]، كذلك وفي إطار الحديث عن عودة الثقة لدى المستثمرين اتجاه المكسيك، فقد نشير إلى دور خطة برادي (Brady) والتي بالإضافة إلى دورها في تخفيض القيمة الاسمية للمديونية، فقد أدت إلى جعل المديونية تصبح على شكل سندات مضمونة جزئيا بسندات الخزينة الأمريكية وهي قابلة للتداول بكل حرية من ثم يمكن أن نعتبر المكسيك من أهم بلدان الأسواق الناشئة باعتبار أن في الفترة 1989-1993 قد تمكن من استقطاب 13% من إجمالي صافي تحركات رؤوس الأموال الخاصة نحو الدول السائرة في طريق النمو وهو ما يجعله في الرتبة الثانية بعد الصين[4].

هذا ويجب أن نشير أن كل هذه التطورات قد أفضت إلى حدوث طفرة في بنية التمويلات الخارجية الداخلة إلى المكسيك، فقد أصبحت استثمارات الحوافظ المالية هي المسيطرة متجاوزة بذلك حجم الاستثمارات المباشرة والقروض البنكية.

هكذا ففي الفترة 1991-1993 كان ما قيمته 77% من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة المتجهة نحو المكسيك على شكل شراء أصول مالية، ويبدو هذا الميل نحو الأسندة (التوريق) "Titrisation"جليا لا سيما فيما

---

(1) A.Orlean, Contagion spéculative et globalisation financière: quelque enseignements de la crise mexicaine, édition Economica, paris1996, p29.

(2) غليليرمو أورتيز مارتينيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للإنعاش في آسيا؟، مجلة التمويل والتنمية العدد 02 جوان 1998،ص07.

(3) A.Carpainis, les turbulences de la globalisation financière: le mouvement international des capitaux, édition Economica, paris1997, p163.

(4) J.Adda, la mondialisation de l'économie: T2 problèmes, édition casbah, Alger1998, p39.

يخص مديونية الدولة بالإضافة إلى ما يعرف بسندات برادي " Obligation Brady "الناتجة عن إعادة هيكلة الديون خلال الثمانينات، فقد عرف المكسيك تطور المديونية العمومية قصيرة الأجل والتي كانت على شكل سندات "Titrisée" و قد كانت هذه المديونية الأخيرة سواء محررة بالبيزو، وهو ما يعرف بسندات "Cetes" أو مؤشرة بسعر صرف الدولار الأمريكي وهو ما يعرف بسندات "Tesobonos" فقبيل الأزمة المالية كان ثلثي (2/3) سندات الخزينة المكسيكية يمتلكها أعوان غير مقيمين أي 70% من سندات " Cetes " و80% من سندات "Tesobonos " كما كان الأعوان غير المقيمين يحوزون على ما بين 70% و 80% من المديونية العمومية قصيرة الأجل للحكومة المكسيكية[1].

كل هذا قد يبين التفسير الذي حصل في بنية رؤوس الأموال الداخلة إلى المكسيك والتي كانت في معظمها عبارة عن استثمارات الحوافظ المالية التي تعتبر أنها قصيرة الأجل إذا ما قورنت مع الاستثمارات المباشرة، ولقد كانت عملية أسندة المديونية العمومية عامل محفز لهذا التغيير.

إضافة إلى هذا فلا بد من الإشارة إلى دور المستثمرين المؤسساتيين، والذين شجعوا أو شجعهم البرنامج الذي انتهجته الحكومة المكسيكية خاصة فيما يخص رؤوس الأموال الأجنبية في دخول رؤوس الأموال إلى المكسيك وبنيتها[2].

2- حدوث الأزمة: وبالرغم من تحسن وضعية المكسيك فيما يخص التوازن الميزاني، محاربة التضخم و استقطاب رؤوس الأموال، لكن في المقابل فقد تزامن هذا مع تنامي العجز في ميزان المدفوعات خاصة في ديسمبر 1994، بحيث تدهور رصيد الميزان الجاري في الفترة 1990-1994 ليصبح يقدر بـــ 7.5% من الناتج الداخلي الإجمالي[3].

أما احتياجات التمويل الخارجي أي مجموع عجز الميزان التجاري إضافة لتعويض أساس المديونية فقد بلغ 35 مليار دولار سنة 1994 أي حوالي 10% من الناتج الداخلي الإجمالي، ولقد كان هذا العجز في هذه الفترة واحد من الأسباب التي دفعت بالمستثمرين إلى التشكيك في مردودية استثماراتهم في المكسيك، وإضافة إلى عجز ميزان المدفوعات فثمة هناك أسباب أخرى رفعت من حدَة التشكيك خاصة: الاضطرابات السياسية المرتبطة بالانتخابات الرئاسية في أوت 1994، لا سيما باغتيال واحد من المرشحين فيها، ظهور ثورة "الزباطيين " في منطقة "الشياباس" في جانفي[4] وارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، وهو ما أدى إلى انخفاض مؤشرات الأسواق في أمريكا الجنوبية[5].

---

(1) A.Orlean, Op.cit, p (29-30).

(2) M.Aglietta, une analyse des perturbations récentes, revue problèmes économiques, n°2541-2542 novembre 1997, p45.

(3) P.D'arvisenet& J.Petit, exchanges et finance internationale, revue banque éditeur1998, p168.

(4) P.Lenain, le FMI, édition Casbah, Alger1998, p43.

(5) P.D'arvisenet& J.Petit , Op.cit, p170.

هذا ولقد كان أول مظهر للأزمة المكسيكية، ظهور ضغوطات على سعر صرف البيزو أو بتعبير آخر ظهور أزمة مرتبطة بسعر الصرف، وقد يعزى هذا إلى تنامي العجز في الميزان الجاري للمكسيك والذي أصبح في نهاية 1994 يعادل 8% من الناتج الإجمالي الداخلي وهو مستوى أكبر من مستوى العجز الذي سجل في بداية الثمانينات قبيل الأزمة التي عرفتها ديون الدول النامية (أزمة المديونية)، وقد ترجع كذلك هذه الضغوطات من جهة أخرى إلى النمو السريع للائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص والاحتفاظ بالارتباط بعملة أخرى أو ركيزة لسعر الصرف وفي حالة المكسيك كانت العملة التي يرتكز عليها سعر الصرف هي الدولار الأمريكي وارتفاع أسعار الصرف دوليا، ناهيك عن الاضطرابات السياسية التي سبقت الإشارة إليها، وبالتوازي مع هذا انخفضت احتياطات الصرف للتنقل من 29 مليار دولار في فيفري عام 1994 إلى 7 مليارات دولار في شهر ديسمبر من نفس السنة[1].

ويجب أن نذكر هنا أن قيمة البيزو المكسيكي كانت على ارتباط وثيق بقيمة الدولار الأمريكي بحيث كانت تقلبات البيزو تتبع تقلبات قيمة الدولار في حدود مجال ضيق نسبيا، ونظرا للضغوطات التي ما فتئت تزداد حدَة لاسيما مع بداية خروج رؤوس الأموال من المكسيك (خاصة لكون معظم رؤوس الأموال التي دخلت إلى المكسيك كانت عبارة عن استثمارات الحوافظ المالية والتي كانت من اليسير التنازل عنها في الأسواق المالية) وبالرغم من تعهداتها على الحفاظ على قيمة البيزو، قررت الحكومة المكسيكية الجديدة (بعد 3 أسابيع من إنشائها) يوم 20 ديسمبر 1994 تخفيض قيمة العملة الوطنية بـــ 15% بالنسبة للدولار الأمريكي ولقد أدى هذا القرار إلى خروج رؤوس الأموال بشكل أكبر وهو الأمر الذي انجر عنه نفاذ احتياطات الصرف، الأمر الذي دفع بالسلطات النقدية بعد يومين من القرار الأول إلى إقرار التعويم الحر لسعر صرف البيزو، ونتيجة لهذا ومع تنامي مخاوف المستثمرين، فقدت العملة المكسيكية حوالي نصف قيمتها في بضعة أشهر، فقد انتقلت من 3.45 بيزو مقابل الدولار قبيل الأزمة ليصبح 7 بيزو ويعادل الدولار الواحد[2].

لكن مع انخفاض سعر صرف البيزو، سرعان ما تحولت أزمة الصرف"Crise de change" لتصبح عبارة عن أزمة سيولة "Crise de liquidité"، فقد كان الأثر المباشر لتدهور قيمة البيزو وارتفاع قيمة المديونية (مقيمة بالعملة الوطنية)، أي ما قيمته 143 مليار دولار في نهاية 1994 منها 85 مليار كمديونية عمومية، وبالإضافة إلى هذه القيمة، لابد أن نأخذ بعين الاعتبار ما قيمته حوالي 30 مليار دولار من سندات " Tesobonos" والتي قلنا أنها عبارة عن سندات قصيرة الأجل خاصة بالمديونية تدفع بالبيزو، ولكنها مؤشرة بسعر الصرف مقابل الدولار خاصة وأن ما قيمته 16.5 مليار دولار من هذه السندات كان أجل تسديدها في الثلاثي الأول لسنة 1995، (علما أنه كما سبقت الإشارة أن 80% من سندات "Tesobonos" كان يمتلكها أعوان غير مقيمين) وبالتالي كان إجمالي المديونية التي وصلت إلى أجلها يقدر بـــ 60 مليار دولار بالإضافة إلى

(1) A.Carpainis, Op.cit, p163.

(2) A.Orlean, Op.cit, p32.

توقع عجز جاري قيمته 7 مليار دولار مع أن العجز المسجل سنة 1994 قد بلغ 29 مليار دولار وهو ما يعادل 7.8% من الناتج الداخلي الإجمالي[1].

كل هذه الأرقام، تعكس احتياجات التمويل التي ازدادت حدتها مع تدهور قيمة البيزو والتي ينبغي على المكسيك الحصول عليها، في ظل خروج رؤوس الأموال بشكل معتبر وصعوبة جلب هذه الأخيرة من الأسواق المالية الدولية، ففي الأسبوع الذي تلى 14 جانفي لم يتمكن المكسيك من بيع إلا ما قيمته 20% من إصدار سنداته الجديدة (علما أن إجمالي الإصدار قد بلغ 400 مليون دولار) وهو ما دفع به إلى الإحجام عن إصدار ما قيمته 1.3 مليار دولار من سندات "Tesobonos".

إن ندرة السيولة هذه التي تعتبر أنها أزمة مالية قد مست كذلك السوق المالية بمكسيكو، وهو ما قد يعبر عن العدوى النظامية التي ميزت هذه الأزمة أي تسبب تدهور سعر الصرف البيزو في الانخفاض السريع والمعتبر في أسعار الأصول المالية، تجدر الإشارة أن دخول رؤوس الأموال الأجنبية كانت في معظمها في شكل استثمارات الحوافظ المالية، هذه الاستثمارات أو بالأحرى الأصول المالية المكسيكية كانت قيمتها تتعلق بشكل مباشر بقيمة العملة الوطنية (البيزو) ومن ثم ظهور المخاوف حول التطورات المحتملة لسعر صرف البيزو، وقد أدى إلى ارتفاع عدد وحجم أوامر البيع والأمر الذي يترجم بانخفاض أسعار الأصول في السوق المالية المكسيكية.

حتى الآن اكتفينا بإعطاء وصف عن التطورات التي عرفتها الأزمة في نطاق المكسيك أو بالأحرى فقد تطرقنا إلى كيفية نشوء الأزمة وانتشارها عبر أقسام النظام المالي المكسيكي.

ولكن وبالتوازي مع كل من هذا، فقد انتقلت العدوى من المكسيك إلى عدة دول أخرى لاسيما ما يعرف ببلدان الأسواق الناشئة، وتعرف ظاهرة انتقال عدوى الأزمة المكسيكية إلى هذه البلدان الأخيرة بأثر تكيلا "Effet Tequila"[2]، فبعد ظهور الأزمة المالية في المكسيك ظهرت المخاوف والشكوك لدى المستثمرين الذين وظفوا أموالهم في باقي بلدان أمريكا اللاتينية وبعض الدول الناشئة الآسيوية، وهكذا فقد سجلت مؤشرات الأسواق المالية لدى هذه البلدان انخفاضات معتبرة، فقد بلغ الانخفاض 25% لدى البرازيل بين شهري جانفي و فيفري في نفس السنة، كما وصل معدل الانخفاض في المتوسط 10% بين 18 و24 جانفي في كل من هونغ كونغ، سنغافورة، ماليزيا والفلبين[3].

لكن يجب أن نشير أنه ثمة اختلاف في درجة تأثير العدوى على مختلف البلدان ففي بلدان أمريكا اللاتينية، كانت الآثار معتبرة لاسيما لدى البرازيل والأرجنتين فقد نرجع اشتداد آثار العدوى في هذه البلدان إلى انخفاض معدل الادخار فيها، الأمر الذي يجعلها في تبعية إلى مصادر التمويل الخارجية، وقد يترجم أثر تكيلا في هذه المنطقة بانخفاض معدل نمو الناتج الداخلي الإجمالي حسب البنك الدولي من 5% سنة 1994 إلى 0.6 % سنة 1995 أي حالة ركود، أما فيما يخص مظاهر تكيلا في بلدان جنوب شرق آسيا، فيمكن القول أنه بالرغم من امتداد أثر

(1) M.Aglietta, Op.cit, p45.

(2) K.Jesilowski, les pays émergents après la crise mexicaine: l'économie mondiale1997, édition la découverte1997, p30.

(3) A.Carpainis, Op.cit, P164.

العدوى إلى هذه المنطقة لكن في المقابل نجد أن المدى الزمني لهذه الآثار كان ضئيل ومحدود نسبيا، وقد يرجع إلى كون دول جنوب شرق آسيا تتميز بالارتفاع النسبي لمعدل الادخار الأمر الذي يجعلها أقل تبعية لمصادر التمويل الأجنبية[1].

3- أسباب الأزمة المكسيكية:

تكمن أهم الأسباب فيما يلي[2]:

- حدوث توسع نقدي بدرجة تؤدي إلى ارتفاع الضغوط التضخمية.
- اعتمادها على القروض المقومة بالدولار وإتباعها لنظام سعر صرف غير مرن، مما جعلها أكثر عرضة لمخاطر الصدمات الخارجية.
- ضعف النظم المالية المتسمة بعدم كفاية الإشراف واللوائح التنظيمية.
- اختلال الموازين الخارجية، وارتفاع كبير في قيمة العملة، نتيجة ارتباطها بسعر ثابت مع الدولار، فقد تدهور وضع ميزان المعاملات الجارية حيث بلغت نسبة العجز إلى الناتج المحلي الإجمالي نحو 7 % عام 1994.
- أدى الارتفاع في قيمة سعر الصرف الحقيقي، والدين الخارجي القصير الأجل المتنامي وحجم العجز في الحساب الجاري الخارجي (وهي الأمور التي تعقدت بفعل ضعف النظام المالي) إلى ممارسة ضغوط قوية على سوق النقد الأجنبي.
- العجز الكبير في الميزان التجاري، والخسائر الكبيرة في الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية والمضاربة على العملة " البيزو Peso"، قد أجبر السلطات النقدية على إعطاء الحرية لعملتها (البيزو) التي تدهورت قيمته وإتباع سياسة سعر صرف معوم في 22 ديسمبر 1994.
- أدت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى فائض سيولة في نظامها المالي، مما أدى إلى توسع البنوك في الإقراض لاسيما على قطاع العقارات، مما ترتب عليه تفاقم مشكلات الديون المعدومة أو المتعثرة.
- تدفق رؤوس الأموال المفاجئ إلى الخارج على نطاق واسع، والتوقيف المفاجئ في تدفق الأموال إلى الداخل، مما أدى إلى أزمة عميقة في النظم المالية الداخلية على نحو هدد استقرار القطاعات الإنتاجية.

وكان نتيجة ذلك انهيار أسعار الأسهم والعملات، فقد تسببت الأزمة في هبوط أسعار الأسهم بنسبة 28.12% خلال الفترة من 2 ديسمبر 1995 وانخفاض قيمة العملة المكسيكية بـــ98.12% مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة المذكورة.

4- بعض التدابير لمعالجة الأزمة المكسيكية:

لقد وصف المدير العام السابق لصندوق النقد الدولي "M. Comdessus"الأزمة المكسيكية بأنها أول أزمة في القرن الواحد والعشرين[3]، فلم يكن من الممكن على الحكومة المكسيكية أن تحل الأزمة دون وجود دعم

---

(1) K.Jesiolowski. Op.cit, p37.

(2) د. عماد صلاح سلام، مرجع سبق ذكره، ص(214-215).

(3) J.Aadda, Op.cit, p93.

من الخارج، فكان على الحكومة قصد إنقاذ النظام البنكي (الذي كان يعرف بندرة السيولة) أن توفر سيولة لهذا الأخير، لكن توفير هذه السيولة يؤدي إلى تدهور البيزو، ومن ثم فيمكن القول أنه ثمة تضاد بين إنقاذ النظام البنكي والحفاظ على قيمة العملة، وعليه فكان من المستلزم أن يحصل المكسيك على دعم من الخارج قصد الخروج من الأزمة وذلك بواسطة حصوله على سيولة (عملة صعبة) من البلدان الأخرى وهو ما يعرف بمقرض الملاذ الأخير "Prêteur en dernier ressort"[1].

إضافة إلى هذا فأهمية هذه العملة قد تظهر لاسيما مع بداية انتشار الأزمة المكسيكية نحو باقي البلدان الناشئة، وهو ما عرفناه بأثر تكيلا والذي في الحقيقة يعكس وجود خطر نظام دولي" Risque de système international" مرتبط بوجود سوق مالية دولية موحدة وهو ما قد يعكسه مصطلح العولمة المالية.

على هذا الأساس فقد عمد صندوق النقد الدولي إلى جانب دول أخرى إلى توفير الدعم المالي للمكسيك بحيث توزعت المساهمات بالشكل التالي[2]:

- تعهد صندوق النقد الدولي بتقديم قرض بقيمة 17.8 مليار دولار على شكل تسهيلات "Stand- By".
- قدمت الخزينة الأمريكية قرضا بقيمة 20 مليار دولار مقتطعة من صندوق استقرار أسعار الصرف، بحيث كان هذا القرض على شكل اتفاق تبادل "Swap" مقابل ضمانات حول مداخيل بترولية وإلى جانب هذا فقد طالبت الخزينة من بنك الاحتياطي الفيدرالي قرضا قصير الأجل بقيمة 6 مليار دولار.
- بنك التسويات فقد تعهد بتقديم قرض بقيمة 10 مليار دولار.
- كما تعهدت بعض البنوك التجارية بتقديم قرض بقيمة 3 مليار دولار.

وبالنظر إلى المبالغ المقدمة إلى المكسيك والسرعة التي تمت بها توفيرها، فيمكن اعتبار هذا الدعم المالي طارئ و لم يسبق له مثيل، فعلى سبيل المثال 17.8 مليار دولار التي قدمها الصندوق للمكسيك إنما في الحقيقة تمثل ما قيمته 688% من حصته في الهيئة المالية الدولية، ولولا هذا الدعم المالي الذي تقرر إعداده في فيفري 1995 فكان من المنتظر أن يصل المكسيك إلى عدم الاستطاعة على الوفاء بتعهداته خاصة منها دفع خدمة الديون قصيرة الأجل في آجالها المحددة.

ومقابل حصولها على دعم مالي من الخارج، وتوازيا مع هذا، فقد عملت الحكومة المكسيكية على إتباع برنامج للإصلاحات وهو ما يعرف بخطة "Zedillo" التي تسعى في الحقيقة إلى تحقيق عدة أهداف[3]:

- محاربة التضخم: خاصة بواسطة تثبيت أسعار المواد الضرورية، وقد يعزى ظهور التضخم خاصة إلى تدهور سعر صرف البيزو.
- جلب المدخرات الأجنبية الطويلة الأجل، وذلك عن طريق برنامج للخوصصة لاسيما في القطاعات التي كانت آنفا من احتكار الدولة والسماح للأجانب باقتناء كامل رأسمال البنوك المكسيكية.

---

(1) K.Jesiolowski. Op.cit, p33.

(2) Bulletin du FMI du février1995: aide exceptionnelle du FMI au Mexique, p33.

(3) P.D'arvisenet& J.Petit, Op.cit, p171.

• التقليل من عجز ميزانية الدولة المكسيكية والميزان التجاري بحيث سينتقل هذا العجز الأخير من 8% إلى 1% من الناتج الإجمالي الداخلي في خضم سنة واحدة.

خلاصة القول، أن الهدف الأساسي لهذه الخطة هو التقليل من العجز الخارجي والميزاني مع محاربة التضخم، كذلك تخفيف الطلب الداخلي وتفادي ظهور إفلاس متسلسل لدى المؤسسات والبنوك وتحديد تأثير الأزمة على مستوى الإنتاج و التشغيل، هذا ولقد تضمنت هذه الخطة عدة نقاط كان أهمها [1]:

• تحديد ارتفاع الأجور وكذلك وضع سقف لتنامي الائتمان الداخلي.

• الرفع من الرسم على القيمة المضافة وأسعار بعض المواد المسيرة (كالبترين والكهرباء).

• تخفيض النفقات العمومية قصد تحقيق فائض بنسبة 4.4 % من الناتج الإجمالي الداخلي.

• صياغة برنامج ممول جزئيا من البنك العالمي قصد إعادة رسملة البنوك، إعادة جدولة مديونية الشركات التي كانت لديها صعوبات لدى البنوك، وإخراج الديون المشكوك في تحصيلها من ميزانية البنوك.

لكن وبالرغم من النتائج التي حققها انتهاج هذه الخطة فلم يخلو هذا من وجود بعض الانعكاسات السلبية ففي 1995 سجل المكسيك تراجع في الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 6.9% وهي تعتبر أعلى نسبة انخفاض للناتج الداخلي الإجمالي منذ 1932، أي أعلى من نسبة الانخفاض سنة 1982 في الوقت الذي فقد فيه الأجر الأدنى المضمون ما يقارب 40% من قدرته الشرائية، إضافة إلى هذا نشير إلى انخفاض الأجور الحقيقية بنسبة 15%، فقدان مليون منصب شغل وكذلك انخفاض الاستهلاك بالنسبة لعدد السكان.

مع كل هذا، يمكن اعتبار أن الدعم المالي الأجنبي المقدم من صندوق النقد الدولي، إضافة إلى انتهاج خطة "Zedillo" قد أفضت إلى السماح للمكسيك بتجاوز الأزمة وهو الأمر الذي قد يتجلى من خلال الأرقام التالية: فبعد أن سجل الناتج الإجمالي الداخلي انخفاضا في سنة 1995 ارتفع بنسبة 5.1% سنة 1996 و بنسبة 7% سنة 1997، في الوقت الذي انخفض في معدل البطالة والذي انتقل من 7.6% في شهر أوت 1995 إلى 3.5% في فيفري1997، إضافة إلى هذا فقد تراجع معدل التضخم لينتقل من 52% في سنة 1995 إلى 15.7% سنة 1997 كما سجل الميزان التجاري المكسيكي فائضا سنة 1995 بمقدار 7.1% مليار دولار، في الوقت الذي سجلت فيه الاحتياطات الرسمية ارتفاعا بـــ 25 مليار دولار، في الفترة من جانفي 1995 إلى جانفي 1997[2].

ولقد ساهمت كل هذه العناصر في إعادة الثقة لدى المستثمرين إزاء المكسيك، الأمر الذي سمح للحكومة المكسيكية بالرجوع إلى الأسواق المالية الدولية وهو ما قد يفسر عودة دخول رؤوس الأموال نحو المكسيك، ففي سنة 1996 بلغ الحجم الصافي لدخول رؤوس الأموال الخاصة مبلغ 28.1 مليار دولار[3].

---

(1) Ibid, p172.

(2) K.Jesiolowski. Op.cit, p33.

(3) M.Bassoni& A.Beitone, problème monétaire internationale, édition Armand Colin, paris1998, p148.

الفرع الثاني: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997- 1998.

كانت دول جنوب شرق آسيا تحظى بإعجاب واسع النطاق بانجازاتها الاقتصادية وجذبها لرؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب، حتى حدثت بها الأزمة المالية الاقتصادية في عام 1997، و أهم الدول الأكثر تأثرا بالأزمة هي تايلاند واندونيسيا، و ماليزيا، وكوريا الجنوبية والفلبين.

1- اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة: منذ منتصف الستينات استطاعت دول جنوب شرق آسيا أن تحقق معدلات نمو اقتصادي فاقت كل المقاييس، فقد بلغ متوسط معدل النمو الاقتصادي بين 8% و9% سنويا أي ما يمثل ضعف معدلات النمو في الدول النامية الأخرى، وأكثر من ثلاثة أضعاف معدلات النمو في الدول المتقدمة، و من أهم العوامل التي ساعدت هذه الدول على تحقيق تلك الانجازات الآتي[1]:

- ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار، حيث بلغ معدل الاستثمار حوالي 35% من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بـــ 18% في بقية دول العالم.

- معدلات الضرائب لم تكن عالية.

- الإنفاق الحكومي لا يتعدى في المتوسط 20% من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بـــ 34% في بقية دول العالم الثالث و27% في الدول المتقدمة.

- دور متزايد للقطاع الصناعي، وتحقيق مكاسب على صعيد السوق العالمي، إذ أن صادرات هذه الدول استطاعت أن تخترق أسواق العالم بدرجة تنافسية عالية، وتصل نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي حوالي 80%.

- جذب كثير من الشركات ورؤوس الأموال إلى الاستثمار في هذه الدول وأصبحت أكثر مستقطب لرؤوس الأموال العالمية، حيث حصلت على50% من رؤوس الأموال الموظفة في الأسواق الناشئة التي تبلغ نحو 244 مليار دولار في عام 1996.

2- الأزمة التايلاندية وانتقال العدوى: بدأت وقائع الأزمة في 2 جويلية 1997 في تايلاند، والتي بدأت في القطاع العقاري وانتشرت آثارها بسرعة في القطاعات الأخرى، ثم ازدادت الضغوط والمضاربات على العملة النقدية "Bath" وتوقع تخفيضه بمعدلات كبيرة، ورغم تدخل الحكومة ورفع معدلات الفائدة وفرض قيود على التدخلات الأجنبية، فإن بوادر الأزمة قد أعلنت نفسها في تباطؤ نحو الصادرات، وتزايد العجز في الميزان الجاري، وتم التحويل عن طريق تدفقات مالية قصيرة الأجل من الخارج وزيادة الائتمان المحلي، وتدخل البنك المركزي التايلاندي في ماي 1997 بتمويل قدره 4 مليارات دولار للحفاظ على قيمة الباهت، وفي جويلية انخفضت قيمة الباهت بنسبة 17% أمام الدولارات، وزادت المضاربات وتم تخصيص 8.7 مليار دولار من الاحتياطي لمحاولة

(1) د. عماد صلاح سلام، مرجع سبق ذكره، ص(316-317).

حماية العملة، وتخصيص32 مليار دولار للتعاقدات القادمة لمدة عام، ورغم ذلك انخفضت قيمة الباهت بنسبة 39% وأسعار البورصة وأسعار الأسهم العادية بنسب 60% و75% على التوالي[1].

وقد بدأت الأزمة تنتقل إلى الدول الأخرى مثل ماليزيا واندونيسيا والفلبين وكوريا الجنوبية و هونغ كونغ وتايوان، والتي تعاني هي الأخرى من تحقيق عجز كبير في الحساب الجاري وارتفاع المديونية الأجنبية، وزيادة حجم وحدَة المضاربات العقارية، والمضاربات في البورصات، وعلى عملات هذه الدول، وفي أكتوبر 1997 انخفضت قيمة الباهت التايلاندي بنسبة 39% والروبية الإندونيسية بـــ 45% والرنجت الماليزي بنسبة 26% والبيزو الفلبيني بنسبة 25% والوون الكوري بنسبة 40%[2].

لكن من الواضح أن السبب الرئيسي للأزمة المالية في تايلاند يتمثل في التزايد السريع للتدفقات الرأسمالية إلى الداخل، وترتب على ذلك أن الدين الخارجي قد بلغ 90 مليار دولار في جويلية 1997، وقد أدت هذه التدفقات إلى خلق تحديات ليس فقط أمام الأجهزة المصرفية ولكن أيضا بالنسبة للسياسات الكلية وسياسات سعر الصرف وتكون هذه التحديات قليلة في حالة الاستثمار الأجنبي والتدفقات الأخرى طويلة الأجل ولكنها تكون كثيرة في حالة التدفقات والقروض قصيرة الأجل والاستثمار القصير الأجل وخاصة تلك التي تصب في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، ويشير الجدول التالي للتدفقات المالية إلى تايلاند منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

الجدول رقم(16): التدفقات المالية(الرأسمالية) إلى تايلندا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. (%)

البيـــــــان	متوسط من89-95	91	92	93	94	95	96	97
صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة	10.5	10.7	8.7	8.4	8.6	12.7	9.3	1.9
صافي الاستثمارات المباشرة	1.5	1.5	1.4	1.1	0.7	0.7	0.9	1.3
صافي استثمارات المحفظة	1.3	-	0.5	3.2	0.9	1.9	0.6	0.4
صافي الاستثمارات الخاصة	7.4	2.9	6.8	4.1	7.0	10.7	7.7	12.6
صافي التدفقات الرسمية	-	1.1	0.1	0.2	0.1	0.7	0.7	4.9
تغير في الاحتياجات	1.4	4.3	2.8	3.2	3.0	4.4	1.2	9.7

Source: the world Bank, Washington p.c1998.

يتضح من هذا الجدول ارتفاع نسبة التدفقات قصيرة الأجل إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى أكثر من 10% خلال الفترة 1989- 1996 بينما كانت نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر نحو 1% كما أن جزءا كبيرا من التدفقات قصيرة الأجل كانت من خلال قروض بنحو1% كما أن جزءا كبيرا من التدفقات قصيرة الأجل كانت من خلال قروض مصرفية دولية من خلال البنوك الأوروبية واليابانية التي ازداد نشاطها في الأسواق الآسيوية الناشئة.

(1) د. عمرو يحي الدين، أزمة النمور الآسيوية، الجذور والآليات والدروس المستفادة، الطبعة الأولى، دار الشروق، القاهرة2000، ص154.

(2) د. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص282.

هذا وقد بلغ رصيد القروض المصرفية التي تم منحها إلى دول شرق آسيا حسب بيانات بنك التسويات الدولية نحو 736.6 مليار دولار حتى نهاية سنة 1996، وقد وصلت تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية في عام 1996 إلى 235 مليار دولار في عام 1996 فقط، وجاءت هونغ كونغ في مقدمة الدول المقترضة (207.2 مليار دولار) بينما سنغافورة (55.5 مليار دولار) ثم كوريا الجنوبية (100 مليار دولار) وتايلاند (70.2 مليار دولار) واندونيسيا (55.5 مليار دولار) وماليزيا (22.2 مليار دولار) والفلبين (13.2 مليار دولار) وحيث أن هونغ كونغ وسنغافورة تتضمن بياناتها القروض الداخلة إليها كمراكز مالية دولية، فيمكن أن يتغير الترتيب بحيث تأتي كوريا في المركز الأول، ثم تايلاند وقد جاءت البنوك الأوروبية في مقدمة البنوك المقرضة (318.2 مليار دولار) ثم البنوك اليابانية (226.6 مليار دولار) ثم البنوك الأمريكية (46.4 مليار دولار)[1].

كما تشير الدراسات إلى أن جزء من أسباب التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الناشئة، يعود إلى تراجع العوائد على الأصول في الاقتصاديات المتقدمة، وخصوصا بعد أزمة المكسيك (أواخر 1994 وأوائل 1995)، ولكن حدث العكس ابتداء من عام 1997 حيث رفع البنك الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل بسبب التحسن النسبي لمعدل نمو الاقتصاد الأمريكي، وكذلك في أوروبا واليابان مما أدى إلى الحد من التدفقات الرأسمالية إلى الأسواق الآسيوية، وساعد في ذلك تحركات أسعار الصرف بين العملات الرئيسية والتي أدت إلى ارتفاع سعر صرف الدولار أمام الين الياباني، فمنذ منتصف عام 1995، وقد انعكس ذلك على صافي صادرات الدول الآسيوية ومعدلات نموها، ومركزها التنافسي، إذا أضفنا إلى ذلك زيادة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الذي بلغ معدل النمو في تايلاند 30% في عامي 1994- 1995، وأدى ذلك إلى زيادة التدفقات المالية إلى الداخل، وترتب على ذلك ارتفاع احتياطات النقد الأجنبي لكي تصل خلال الفترة 1992- 1996 إلى 38 مليار دولار، كما تزايدت الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية لكي تصل إلى 6.4 مليار دولار[2]، وقد تمثلت النتيجة المترتبة على تحركات وتدفقات رؤوس الأموال وخصوصا قصيرة الأجل، وفي ظل المتغيرات الاقتصادية والسياسية على المستوى الدولي والداخلي، مع ضعف القطاع المالي وعدم وجود رقابة فعالة على المؤسسات المالية فضلا عن عدم التقييم السليم للمخاطر المتوقعة.

---

(1) د. إبراهيم نافع ود.عبد المنعم سعيد، ما الذي يجري في آسيا، الطبعة الأولى، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة1999، ص34.

(2)نفس المرجع، ص35.

الجدول رقم(17): تسليف المصاريف الدولية لدول جنوب شرق آسيا (مليار دولار)

الأشهر / الدول	ديسمبر1994	ديسمبر1995	جوان 1996	ديسمبر1996	ديسمبر1997
كوريا الجنوبية	56.5999	77.528	88.027	99.953	103.431
تايلندا	43.879	62.818	65.409	70.147	69.382
اندونيسيا	34.970	44.528	49.306	55.523	58.726
ماليزيا	13.493	16.781	20.100	22.234	28.820
الفلبين	6.830	8.327	10.795	13.289	14.115

المصدر:سنغ كقالجيت: ترجمة رياض حسن، **عولمة المال، الطبعة الأولى**، شركة المطبوعات اللبنانية-لبنان2001، ص130.

ما أشرنا إليه، فقد تزايد سلوك رأس المال المالي قصير الأجل في اتجاه المضاربة في أسواق العملات وأسواق الصرف وسعر الفائدة والبورصات، فكانت الأزمة المالية ثم انتقالها إلى الدول الآسيوية الأخرى اندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، واليابان وسوف نعرض أسباب هذه الأزمة.

3- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا: ترجع الأزمة إلى أسباب داخلية تتعلق بالسياسات النقدية والمالية والاقتصادية والأداء الاقتصادي مثل أداء القطاع المصرفي وسياسات الاستثمار وأسعار الصرف وأسباب خارجية تتعلق أساسا بالعلاقات الاقتصادية والمالية بين دول جنوب شرق آسيا من ناحية والعالم الخارجي من ناحية أخرى، وتنعكس تلك العلاقات مباشرة على ميزان المدفوعات، مثل تطورات الصادرات والواردات والعوامل المؤثرة عليها، وتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

ويرى كثير من المحللين أن أزمة دول جنوب شرق آسيا ترجع أساسا إلى كون معدلات النمو الاقتصادي التي عرفتها هذه الدول، كانت أكبر وأقوى من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية على التعامل معها بالشكل المطلوب، وعموما يمكن إيجاز أهم أسباب الأزمة التي قد تكون متداخلة ومتشابكة فيما يلي:

أ- ساد قبل الأزمة الآسيوية سوء تنظيم مالي وعدم استقرار نقدي متبوعين بتحرير عمليات رأس المال، نتيجة إلغاء أوجه الرقابة وجميع القيود على حركة رؤوس الأموال وأدت تدفقات رؤوس الأموال الضخمة نحو آسيا إلى توفر موارد مالية أجنبية كبيرة بأسعار فائدة منخفضة، غير أن التخصيص المحلي لهذه الموارد الأجنبية المقترضة كان غير كفء بسبب ضعف النظم المصرفية وسوء توجيه وإدارة الشركات، فإندونيسيا مثلا قامت منذ 1989 بتحرير التدفقات تدريجيا حيث ألغت أوجه الرقابة على الاقتراض الخارجي من جانب البنوك، أما كوريا الجنوبية فقد شرعت في تحرير تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل بدء من 1995، وتايلاند فقد انتهجت أسلوب في جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواقها المالية بحوافز أكثر جاذبية، فقد ساعدت التسهيلات والتشريعات الضريبية

المستثمرين الأجانب على تحويل مبالغ هامة إلى هذا البلد[1]، وبلغت هذه التدفقات نسبة عالية من الناتج المحلي الإجمالي وفي ظل الاختلالات الاقتصادية، فقد ساهم ذلك في تحقيق عجز في الحسابات الجارية وانخفاض قيمة العملة، وعدم قدرة أسعار الصرف على منافسة العملات الأجنبية ويوضح ذلك الجدول التالي.

الجدول رقم (18): النسب المئوية لتدفقات رأس المال إلى الناتج المحلي في بعض الدول.

الدولة	1994	1995	1996
اندونيسيا	%0.3	%3.5	%6.1
كوريا الجنوبية	%1.2	%2.1	%4.9
ماليزيا	%1.2	%6.2	%8.4
الفلبين	%7.9	%8.4	%12.7
تايلندا	%14.3	%17.3	%14.5

Source: the Word Bank, Washington, p.c1998.

فصعوبة امتصاص تدفقات رؤوس الأموال الضخمة مع الافتقار إلى الكفاءة في الاستخدام وعدم توفر القدرة الاستيعابية، الضرورية للنظام المصرفي، كذلك ضعف الصادرات في منتصف التسعينات لارتفاع قيمة الدولار مقابل الين و قيام الصين بخفض قيمة " اليوان " في 1994 كل هذه العوامل كانت كافية لاتساع عجز الحساب الجاري، ومما زاد الطين بلة أن قسما كبيرا من تدفقات رؤوس الأموال كانت في صورة اقتراض قصير الأجل مما جعل هذه البلدان معرضة أكثر للصدمات الخارجية[2].

ب- بلغت الديون الخارجية بالنسبة لإندونيسيا في نهاية عام 1997 حوالي 137.4 مليار دولار، بلغت نسبة الديون قصيرة الأجل منها 60%، نصيب القطاع الخاص منها 54% و بلغ حجم الديون الخارجية لكوريا الجنوبية 154.4 مليار دولار، بلغت الديون قصيرة الأجل منها 70% نصيب القطاع الخاص منها 93% ويتضح من ذلك أن الاقتراض كان معظمه للقطاع الخاص ويتمثل في ائتمان وديون قصيرة الأجل، وقد ذكر بنك التسويات الدولية في تقريره نصف السنوي عن قروض البنوك العالمية، أن القروض قصيرة الأجل سيطرت على الائتمانات المقدمة للدول الآسيوية، وكان على كوريا الجنوبية أن تسدد مبلغ 70 مليار دولار منذ منتصف عام 1997 وحتى منتصف 1998، وأن تسدد تايلاند مبلغ 16 مليار دولار وقد أدى عدم قدرتها على السداد إلى زيادة وتفاقم الأزمة وما يترتب على ذلك من زيادة انخفاض عملة كل منها، وتدخل صندوق النقد الدولي[3].

ت - بلغ العجز المتراكم لميزان الحساب الجاري في الفترة من 1990-1996 نحو 20.64 مليار دولار بالنسبة لتايلاند و 48 مليار دولار بالنسبة لكوريا الجنوبية، و23.5 مليار دولار بالنسبة لاندونيسيا و22 مليار دولار

(1) بكطاش فتيحة، الأزمة الآسيوية: أسبابها، انعكاساتها ومعالجتها، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 1999، ص37.

(2) بيجان أجيفلي، الأزمة الآسيوية، الأسباب والعلاج، مجلة التمويل والتنمية، العدد02، جوان1999، ص27.

(3) نفس المرجع، ص28.

بالنسبة لماليزيا، وقد كان لذلك بالإضافة إلى زيادة تدفقات صافي المال الخاص أثره الملحوظ في زيادة الدين الخارجي لهذه الدول[1].

ث- زيادة الاعتماد على الائتمان المصرفي والإفراط في الاقتراض من مؤسسات التمويل الأجنبية والمؤسسات البنكية المحلية والتي لجأت هي الأخرى بدورها إلى الاقتراض من الخارج، وكان الجزء الأكبر من الائتمان المصرفي في شكل قروض قصيرة الأجل، والمشكلة الأكبر أن غالبية هذه القروض استخدمت في تمويل الاستثمارات العقارية الفاخرة، والمضاربات العقارية، والمضاربات في الأوراق المالية، وفي مشروعات ضخمة تفوق طاقتها الإنتاجية القدرة الاستيعابية للسوق المحلية، ومع تراجع التصدير، فقد عجزت هذه المشروعات عن تحقيق فوائد وأرباح تمكنها من سداد هذه القروض عند استحقاق أجلها، وترتب على ذلك إشاعة موجات من عدم الثقة في سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي وتفجرت الأزمة بمظاهرها، هذا وقد بلغت نسبة القروض الرديئة (ديون مشكوك في تحصيلها) 20% في تايلاند، 26% في كوريا، وهكذا ارتفع معدل الديون القصيرة الأجل من 7.8 مليار دولار إلى أكثر من 100 مليار دولار عام 1997، وارتفع العجز في الحسابات الجارية من1% كمتوسط في الفترة من 1991- 1995 إلى 5% في عام 1996، وانخفض معدل التصدير بنسبة 15% في عام 1996.

لقد أدت شكوك الدائنين حول المشاكل الموجودة في القطاع المالي إلى المطالبة بسداد ديونهم فنشأت المشكلة وتفجرت الأزمة وهبطت مؤشرات البورصة وأسعار الأسهم بنسبة 19% في نوفمبر 1997 وإلى 51% في ديسمبر، وانخفضت قيمة العملة بنسبة 20% في نوفمبر، 40% في ديسمبر وهبطت الاحتياطات العالمية إلى أقل من 10 مليار دولار في ديسمبر 1997[2].

ج- تزايد ضراوة عمليات المضاربة ليس فقط على عملات هذه الدول وأصولها المالية بل على ثرواتها كذلك، وهذا ما يمثل نمط سلوك وتحركات رأس المال الدولي وخصوصا قصير الأجل منه ،وقد ساعد على ذلك زيادة معدلات الاندماج والتركيز والتدويل في الأسواق المالية والأصول المالية والاستخدام المكثف للمشتقات المالية، وسهولة وزيادة إمكانية دخول الأسواق الناشئة إلى أسواق المال الدولية وفتح هذه الأسواق الناشئة أمام المستثمرين والمضاربين الأجانب دون أية قيود أو ضوابط، هذا وتقدر القيمة السنوية الإجمالية لتجارة الأموال العالمية عبر الحدود والدول بنحو 500 تريليون دولار، وهي تمثل (50) ضعفا لتجارة السلع الدولية والتي بلغت قيمتها 10تريليون دولار فقط عام 1997 [2]، وكان للمضاربات على العملة والأصول المالية والأصول الثابتة الدور الأكبر في تعميق واستمرار الأزمة المالية فكما رأينا انخفاض قيمة عملات هذه الدول من 40% إلى 70%،

---

(1)P.Chalmin, les limites du miracle asiatique, problèmes économiques n°2559, mars1998, p04.

(2) روبرت جران: ترجمة سمير كريم، ترويض النمور(نهاية المعجزة الآسيوية)، الطبعة الأولى، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة1999، ص12.

خسرت أسواق الأسهم ما يزيد على 50% من قيمتها قبل الأزمة ووصلت هذه النسبة إلى 89% بالنسبة لتايلاند و87% بالنسبة لاندونيسيا و 80% لماليزيا[1].

تميزت البلدان الآسيوية التي عرفت الأزمة المالية بضعف هيكلي تمثل في سيطرة أفراد العائلة الواحدة على معظم المؤسسات من خلال الأسهم التي كان يملكها أعضاء العائلة و لم تكن هذه السيطرة تسمح بحرية اقتصاد كبير لمالكي الأسهم الصغار، كما تميزت بتفشي الرشوة والغش، وكذا فإن البنوك في تلك الفترة ارتكبت ثلاثة أخطاء رئيسية[2]:

- قامت بتقديم قروض كثيرة لتمويل مشاريع لم تدرس مردوديتها المالية بعناية خاصة على مستوى العقارات التي تختص في بناء أبراج تجارية تؤدي إلى الإنفاق الكبير وبالتالي انخفاض المردودية.
- تقديم قروض كثيرة للمؤسسات واستخدمت من طرف إداريين وسياسيين لتلبية رغبة أصدقائهم وعائلاتهم، أي أن علاقة المصلحة كانت تربط المسؤولين في أجهزة النظام المصرفي والمسؤولين في المؤسسات الاقتصادية، و لم تكن هذه العلاقة مبنية على أسس اقتصادية سليمة كما تقتضيه عمليات القرض والاقتراض.
- سمحت بالحصول على قروض قصيرة الأجل بالعملة الصعبة مما جعل المقترضين يتخوفون جدا من عملية تخفيض العملة الوطنية.
- اختلال وضعف وفساد الجهاز المصرفي والنظام المالي في معظم دول جنوب شرق آسيا حيث يشير الواقع العملي إلى أن الجهاز والنظام تميز بالآتي:
  - انتشار الفساد والرشوة.
  - عدم توفر المعلومات والمتابعات.
  - عدم الشفافية أو السلامة المصرفية.
  - انسحاب الحكومة من القطاع المصرفي ومن ثم عدم وجود رقابة أو إشراف.
  - منح قروض قصيرة الأجل دون ضمانات أو ضوابط أو رقابة من البنوك المركزية.
  - عدم القدرة على التطوير وإدارة الأموال المتاحة بالكفاءة المطلوبة لخدمة أهداف الاقتصاد القومي ككل.

4- تفسير الأزمة الآسيوية[3]:

لقد عانت معظم الاقتصاديات البارزة، سريعة النمو في جنوب شرق آسيا، كذلك كوريا الجنوبية، أزمة كبرى طالت عملاتها، أسواق الأسهم فيها، ولقد أطلقت الأزمة أفكار لا تقل خرافة وإشكالية عما أطلقه المتفائلون والمتشائمون في فترة النمو العالي الذي يجده في الظاهر ومن هنا كان الاختلاف في تفسير الأزمة الآسيوية الذي اتخذ اتجاهات عدة تمثلت في:

---

(1) د.أحمد يوسف الشحات، الأزمة المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة2001، ص63.

(2) د. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص284.

(3) عبد الحكيم الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص(95-98).

أ .**الاتجاه الأول**: إن أول تفسير للأزمة لا يزيد عن تحريف جديد لفكرة الاستثناء الآسيوي القديمة فبدلا من فكرة النمو القائم على القيم الآسيوية جئ الآن ببديل معوض هو نشوب الأزمة بفعل " رأسمالية المحسوبية "و هي نوع من رأسمالية غير نظامية تلعب فيها شبكات المعارف والأصدقاء والأقرباء دورا طاغيا في تقرير العلاقات الاقتصادية.

ويؤمن أصحاب مثل هذه الحجج بنظرية كفاءة أسواق رأس المال، ويرون أن الأزمة الآسيوية ليست بالأساس نتاج سلوك المستثمرين الأجانب، بل ثمرة نقائص أساسية في سياسات البلد المتلقى، ويقولون أن آسيا تعرضت لأزمة لأن مختلف بلدانها لم تقم بلبرلة قطاعات المال بدرجة كافية، وإن هذه البلدان أخفقت في تحويل بنوكها المحلية إلى مؤسسات تعمل على الطراز الغربي، بدرجة عالية من الشفافية وتخصيص الموارد اعتمادا على معايير عقلانية موجهة للسوق، وأنها فشلت في تطوير المؤسسات الملائمة للإشراف على الشؤون المالية القومية، وانتهاج سياسات لضبط الاقتراض المفرط وبناء على هذا التصور فإن آسيا قد فشلت بدرجة اختلافها عن الرأسمالية الغربية وبالتحديد عن الرأسمالية الأمريكية.

ب.الاتجاه الثاني: التفسير الثاني للأزمة الآسيوية فهو الصورة المقلوبة للتفسير الأول، فالأزمة الآسيوية، حسب هذا التصور، تثبت كلاً من وجود اقتصاد كوني جديد ووجود نزعة تدميرية متأصلة فيه، وإن الأزمة ترجع إلى السحب الفجائي للأرصدة قصيرة الأجل من جانب المستثمرين الغربيين، والبيع المبكر واسع النطاق في البورصات الأجنبية وأسواق الأسهم من جانب المضاربين، وقد أدى ذلك إلى إيقاع إضرابات حادة في مختلف الاقتصاديات الآسيوية دونما وجود ضرورة محلية فعلية، أي أنها صنعتها الأسواق الكونية المتقلبة، إذ منابع الأزمة هنا خارجية من حيث الجوهر، وأن مشكلات الفاشية هي نواتج عرضية للهروب المفرط وغير العقلاني إلى حد كبير للراساميل وتأثير العدوى التي عممت الأزمة.

ويذهب (بول هيرست) و(جراهام طومبوسون) إلى أن مشكلة مثل هذا التحليل سواء جاء على لسان الراديكاليين في الغرب أو المحافظين في آسيا مثل رئيس الوزراء الماليزي (مهاتير) لا تكمن في أن الأسواق كانت بعيدة عن لعب دور كبير في الأزمة، بل تكمن في أن هذا التحليل نفسه يغفل الأبعاد والمنابع الداخلية للأزمة، وذلك أن مختلف البلدان تعرضت لدرجات مختلفة تبدأ من الحال التي تصارع الانهيار المالي في اندونيسيا ومرورا بما يرجح أن يكون نكوصا كبيرا ولكنه مفيد، وانتهاء بغليان الاقتصاد، كما هو الحال في ماليزيا.

ثم إذا كانت تأثير العدوى على هذه الدرجة من القوة وكانت الأسواق فالتة من أي سيطرة فلماذا استطاعت بلدان معينة مثل تايوان أن تبقى بمنأى عن أي تأثير و تمكنت بلدان أخرى مثل سنغافورة من أن تحتوي ضغط المضاربة من الأسواق.

ت.الاتجاه الثالث: يرى (كروجمان) أن الأزمة نشأت عن الإغراءات المتأصلة من الوسطاء الماليين في ظل ضعف الضوابط المقيدة لهم للقيام باستثمارات غزيرة، فحين يكون المستثمرون في إطار معين يحملهم على الاعتقاد بأن الحكومة تحميهم من خطر المجازفة (حتى ولو كان هذا الاعتقاد زائفا) فإنهم سوف يقرضون للوسطاء الماليين بفائدة

في استثمارات مضاربة تنطوي على مجازفة عالية و لكنها بمكافأة عالية، إن القيم المفرطة في التفاؤل، قد اختيرت لأن الوسطاء يؤمنون بأن بإمكانهم تحقيق أرباح طائلة وأن المستثمرين محميون من أي خسائر.

ومن هنا فإن تدفق الاستثمارات الأجنبية يهدد الاقتصاد الوهمي في العقارات وقيم أصول الأسهم ويدفعه إلى الصعود إلى مستويات تتعذر إدامتها، حيث تبدأ النتائج السيئة والخسائر بالتراكم.

ويذهب (بول هيرست) و(جراهام طومبسون) إلى القول بأن تحليل (كروجمان) يساعد على تفسير جوانب الأزمة وأن الأزمة انطوت فعلا على عنصر مهم من هذا الإقراض المتصور في عدد من بلدان جنوب شرق آسيا مثل تايلاند واندونيسيا، الذي أشعل الأزمة، لكن هذا التحليل لا يفسر الأزمة بالكامل.

ويطرح بول وجراهام السؤال التالي: لماذا نشأ هذا العبء من الدين الخارجي قصير الأجل في بلدان ذات مستويات عالية جدا من الادخار المحلي ؟ إن تباينات معدل الفائدة تشكل جزء من تفسير الوضع في تايلاند وكوريا، ولكن في ضوء وجود مورد متين من رأس المال المحلي لماذا قامت الحكومات بفتح اقتصادياتها أمام المستثمرين الأجانب ولماذا سمحت بهذا الإقراض المتهور من طرف المصارف والوسطاء ؟

لقد كانت هذه الحكومات تتبع النصيحة الغربية، وتتلقى الثناء على ذلك من مؤسسات غربية مثل صندوق النقد الدولي الذي امتدح تايلاند على السياسات الماكرو اقتصادية التي اتبعتها عام 1996 إذن هذه السياسة مسوقة بدافع الامتثال لعقيدة غربية.

5- نتائج الأزمة الآسيوية وآثارها:

على الرغم من أن دول جنوب شرق آسيا الخمس (تايلاند، اندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، الفلبين) التي تأثرت بالأزمة أكثر من غيرها فإن الأزمة طالت العديد من الأسواق المالية واقتصاديات دول أخرى على المستويين الإقليمي والدولي وفي هذه الأزمة وكما في غيرها من الأزمات فقد تختلط الأسباب بالنتائج وقد يختلف تأثيرها من دولة إلى أخرى، وفيما يلي أهم النتائج والآثار من التي ترتبت على الأزمة المالية الآسيوية[1]:

- تشير بعض التقديرات إلى مجموع الخسائر التي تكبدتها أسواق المال الخمس دول آسيوية (اندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين) ما لا يقل عن 600 مليار دولار أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول، حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول جانفي 1997 حتى منتصف فيفري 1998 وكما يتبين من الجدول التالي فقد وصلت هذه النسبة إلى 71.74% في اندونيسيا و63.6% في كوريا الجنوبية و58.41% في ماليزيا و49.17% في الفلبين و48.37% في تايلاند، وهو ما يعني تدهورا كبيرا في أسعار الأسهم والأسواق المالية لتلك الدول، وبسبب الأزمة فإن الروبية الاندونيسية انخفضت بنسبة 93.1% من قيمتها مقابل الدولار الأمريكي بينما فقدت عملات الدول الأربع المشار إليها ما بين 51.37% و87.09% من قيمتها وذلك خلال فترة سبعة أشهر ونصف مما يعني تدهورا كبيرا في قيمة العملة المحلية لهذه الدول.

---

(1) د. عماد صلاح سلام، مرجع سبق ذكره، ص(316-317).

الجدول رقم(19): انخفاض قيمة العملات وهبوط أسعار الأسهم في بعض البلدان الآسيوية

الدولة	انخفاض قيمة العملات مقابل الدولار	تغيرات في مؤشر أسعار الأسهم
اندونيسيا	%93.1	%81.74-
تايلندا	%87.04	%47.37-
كوريا الجنوبية	%73.04	%63.06-
ماليزيا	%55.43	%58.42-
الفلبين	%51.37	%49.17-

المصدر: سنغ كقالجيت: ترجمة رياض حسن، **عولمة المال، الطبعة الأولى**، شركة المطبوعات اللبنانية، لبنان 2001، ص129.

- تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا مما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليص خسائرهم وهو ما زاد من تدهور الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين.

- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية، في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة

- فشل النظام المصرفي في أداء مهامه الرئيسية وتردي أوضاع المؤسسات المالية والاقتصادية الأخرى.

- حدوث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي بسبب انخفاض الاستهلاك والادخار والاستثمار وفقدان الثقة وتناقص قيم الأصول في المنطقة على نطاق واسع، ونقل أعباء الديون الضخمة المستحقة على الشركات، وانكماش في حجم التبادل التجاري بين بلدان المنطقة وشركائها التجاريين.

- إن تراجع الثقة الناتج عن انخفاض البورصة قد أدى إلى الحد من الاستهلاك وتردد الشركات في توظيف استثمارات جديدة.

- إفلاس وانهيار العديد من المصارف والشركات، مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم.

- آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وارتفاع معدلات الفقر والخلل الاجتماعي، وسوء توزيع الثروات والدخول.

- انخفاض الناتج المحلي وتباطؤ النمو الاقتصادي، وهروب رؤوس الأموال وخفض في الإنفاق العام والخاص، وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازين المدفوعات، وتفاقم المديونية الخارجية بدول الأزمة.

- تضاؤل الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية وإلحاق العديد من الأضرار على المناخ السياسي والاجتماعي بالدول المعنية بالأزمة.

- كان الضرر الذي لحق بسنغافورة وتايوان من جراء الاضطراب الذي ساعد المنطقة أقل مما شهدته البلدان الأخرى، الأمر الذي يعكس قوة المراكز الاقتصادية الكلية لهذين الاقتصاديين وسلامة قطاعيهما الماليين.

– انخفاض في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية والأسواق الناشئة، ومن ثم إبطاء حركة تطوير الأسواق المالية والقطاعات المصرفية، التي يتعين أن تلعب دورا متزايدا في الوساطة لتوفير الموارد المالية اللازمة، لإجراء مزيد من إعادة الهيكلة والحصول على استثمارات جديدة.

– لجأت صناديق الاستثمار والمؤسسات المعنية بالاستثمار في الأوراق المالية في دول جنوب شرق آسيا إلى تصفية جزء من أوراقها المالية في الأسواق الأخرى، لتوفير السيولة اللازمة لمواجهة استردادات العملاء، مما أدى إلى زيادة المعروض من تلك الأوراق وهبوط أسعارها.

– وقد كانت للأزمة آثار غير مباشرة، حيث سببت أضرار بالبيئة يصعب إصلاحها لأن حدة الأزمة صرفت انتباه المسؤولين في اندونيسيا عن الإجراءات الضرورية والعاجلة التي يجب اتخاذها، لوقف الحرائق الهائلة التي دمرت الغابات، وأدت إلى تلوث كبير في هذه المنطقة من العالم، كما أن هناك زيادة كبيرة في قطع الأشجار بطريقة غير شرعية، لاستغلال أخشاب الغابات، واستغلال الأراضي في زراعات أخرى.

هذه كلها تداعيات الأزمة المالية على المستوى المحلي (الدول التي عانت من الأزمة). مما لاشك فيه أنه لابد أن تنعكس آثار الأزمة الآسيوية على الاقتصاد العالمي في ظل تكنولوجيا الاتصالات الحديثة وعالميتها.

فقد أثرت الأزمة الآسيوية على إفريقيا جنوب الصحراء بعدة طرق حيث أدت الأزمة إلى انخفاض أسعار السلع العالمية بسبب تراجع الطلب الآسيوي عليها والانخفاض الناشئ عنه في وارداتها خاصة المعادن، والمواد الخام الزراعية، والتي تشكل صادرات مهمة من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء.

وكان للانخفاض الحاد في الأسعار العالمية للنفط تأثير نهائي سلبي عليها باعتبارها مصدر صافي لمنتجات البترول (أنغولا، الكامرون، جمهورية كونغو، الغابون)كما اشتدت الضغوطات على اقتصادها في ماي– جوان 1998 مما أدى إلى هبوط كبير في قيمة العائد، رغم زيادات في أسعار الفائدة المحلية، وأيضا نتج عن هبوط أسعار النفط تأثير في متغيرات الاقتصاد الكلي وتقلبات في أسعار السلع الأساسية الأخرى ولقد أجرت الإدارة الإفريقية لصندوق النقد الدولي تقويما كميا للآثار المباشرة لتغير أسعارالسلع الأساسية، وكذلك للآثار الأخرى وكانت الإسقاطات بالنسبة لنمو الناتج المحلي الإجمالي، والدخل الحقيقي، والميزان المالي الإجمالي، وميزان الحساب الجاري الخارجي، ومعدلات التبادل التجاري للبلدان الإفريقية جنوب الصحراء والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم(20): تأثير الأزمة العالمية وتغيرات أسعار السلع الأساسية عام 1998.

	آثار التغيرات في أسعار النفط	آثار التغيرات في أسعار السلع غير النفطية	الآثار الأخرى للأزمة	إجمالي آثار الأزمة
النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي	%	%	%	%
إفريقيا جنوب الصحراء	0	0.1-	0.3-	0.2-
البلدان المصدرة للنفط	0.2-	0	0.2-	0.5-
البلدان المستوردة للنفط	0.2	0.1-	0.2-	0.3-
التأثير على الدخل الحقيقي				
إفريقيا جنوب الصحراء	7.1-	0.2-	0.2-	2.1-
البلدان المصدرة للنفط	7.1-	0.1-	0	7.2-
البلدان المستوردة للنفط	0.4	0.2-	0.2-	0.1-
التغير في النسبة المئوية للناتج المحلي الإجمالي				
الحساب الجاري				
إفريقيا جنوب الصحراء	2.6-	0.1-	0.1	2.6-
البلدان المصدرة للنفط	10.2-	0.1-	0.1-	10.5-
البلدان المستوردة للنفط	0.5	0.2-	0.2	0.5
الميزان المالي الإجمالي				
إفريقيا جنوب الصحراء	1.9-	0	0.1-	2.0-
البلدان المصدرة للنفط	7.6-	0.1-	0	6.9-
البلدان المستوردة للنفط	0	0.2-	0.1-	0.1-
مؤشر معدلات التبادل التجاري				
إفريقيا جنوب الصحراء	7.4-	0.5-	0.2	7.7-
البلدان المصدرة للنفط	28.4-	0.6-	0	29-
البلدان المستوردة للنفط	0.9	0.5-	0.2	0.7

المصدر: أيفا نجلوس كلا ميتسيس، **كيف أثرت الأزمة الآسيوية على الأقاليم الأخرى؟**، مجلة التمويل والتنمية العدد 03 سبتمبر 1998، ص 15.

وكان تأثير الأزمة على الاتحاد السوفياتي سابقا واسع النطاق، ولكن معتدلا نسبيا، فقد تم التخفيف من الاضطرابات التي انتقلت عبر أسواق رؤوس الأموال إلى حد كبير لأن ديون بلدان الأقاليم الأجنبية المتراكمة كمجموعة، كانت قليلة نسبيا، (مع تركيز أغلب عمليات الاقتراض في أيدي الحكومة) ولأن أسواق رؤوس

الأموال المحلية صغيرة نسبيا، وليست لها سوى صلات ضئيلة بالأسواق الدولية، وقد حدث التأثير التجاري إلى حد كبير عبر الانخفاض في أسعار النفط والذي أثر في المحل الأول في البلدان المصدرة للنفط (وبصفة رئيسية روسيا) ولا يزال يتوقع الإحساس بفقدان أسواق التصدير في بلدان آسيا التي خفضت قيمة عملاتها بصورة كبيرة، غير أنه ليس من المنتظر أن يكون ذلك عاملا رئيسيا في معظم هذه البلدان، وبصفة عامة الأثر الرئيسي يتمثل في التأثير بصورة سلبية في الحصول على القروض في أسواق رؤوس الأموال الدولية وفي زيادة التكلفة المصاحبة لها[1].

و طوال عام 1997 تأثر الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بعدد من الصدمات الخارجية والتي تمثلت في انخفاض أسعار النفط والتجارب النووية في الهند وباكستان ومشكلات أخرى تتصل بالأمن الإقليمي، كما ساهم الانخفاض الحاد في أسعار النفط في تأثير على الموازين الاقتصادية الكلية في كثير من البلدان العربية المصدرة للبترول، كما أثرت على التحويلات والتجارة وعلى الاستثمار الأجنبي للبلدان الأخرى في الإقليم[2].

ونظرا لارتباط اقتصاد اليابان باقتصاديات البلدان التي ضربت فيها الأزمة انتقلت أثار الأزمة إلى الاقتصاد الياباني، حيث انخفض الين الياباني، وظهر اضطراب في أسعار الفائدة في الأسواق المالية، وازدادت مصاعب المؤسسات المالية مما أدى بالعديد منها رغم أهميتها وحجمها إلى غلق أبوابها، ونتيجة الهلع الذي أصاب نفوس اليابانيين زاد في درجة تشاؤمهم حول مستقبل الرفاهية والاستقرار، أضف إلى ذلك لجوء الحكومة إلى رفع درجة الضرائب على الاستهلاك سنة 1997 بهدف تخفيض العجز العام، كل هذا أثر سلبا على الاستهلاك الداخلي بالنقصان كما أثر على القطاع الإنتاجي.

تعتبر كمبوديا وجمهورية لاووس والبلدان الأكثر فقرا في شرق آسيا وتتميزان بمؤشرات اجتماعية ضعيفة ومعدلات مرتفعة للفقر، ولكن بتأثير الانتعاش الذي ساد الدول المجاورة، بدأت جمهورية كمبوديا ولاووس تسجلان معدلات معتبرة، وبدأت العجلة الاقتصادية تتحرك، وشنت كل واحدة منها إصلاحات اقتصادية، فزادت التجارة والتدفقات الاستثمارية وفي أعقاب الأزمة انخفضت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مما أدى إلى تدني التدفقات الفعلية بنسبة 41% و45% بالنسبة لجمهوريتي لاووس وكمبوديا على التوالي، وبدأت عملة البلدين في التدهور وانخفضت قيمتها[3].

وكانت أثار الأزمة الآسيوية على أوروبا أقل حدة، وهو ما يعكس تجارتها المباشرة المحدودة نسبيا مع البلدان التي تمر بالأزمة والمراكز القوية لمعظم البنوك المعرضة للمخاطرة الآسيوية، وفي الواقع تشمل الآثار المباشرة على هذه البلدان، الاستفادة من معدلات التبادل التجاري التي انخفضت نتيجة انخفاض أسعار النفط والمواد الخام

---

(1) أيفا نجلوس كلا ميتسيس، مرجع سبق ذكره، ص15.

(2) نفس المرجع، ص16.

(3) أكونجو نجوزي وإويالا، فكتوريا كواكوا وأندريا بيكويز، تأثيرات الأزمة المالية في آسيا على كمبوديا وجمهورية لاو الديمقراطية الشعبية، مجلة التمويل والتنمية، العدد03، سبتمبر1999، ص43.

وتدني الإيرادات في أسواق رؤوس الأموال بالإضافة إلى ذلك ساعد تباطؤ الصادرات إلى آسيا في منح وفرات النشاط الاقتصادي في البلدان ذات المركز المتقدم في الدورة الاقتصادية[1].

الفرع الثالث: الأزمة المالية في روسيا عام 1998.

لم تلحق الأزمة المالية الآسيوية التي انفجرت في 1997 أي ضرر بالأسواق المالية المتقدمة في أوروبا، بل ظلت هذه الأخيرة تمارس أنشطتها بطريقة طبيعية، حيث استمرت عائدات سندات الحكومة بالانخفاض، ففي أواخر أوت 1998 ظهرت فروقات في أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة، كما ظهر اضطراب بالغ في تلك الأسواق نتيجة لإعادة هيكلة الديون (أذونات الخزينة) في روسيا من جانب واحد والانسحاب من الأسواق الناشئة والانهيار الوشيك في منتصف سبتمبر 1998 للصندوق الاحتياطي الروسي[2].

فالمكانة والمصداقية التي كانت تحضى بها روسيا في الساحة العالمية، قد انتهت مع نهاية فصل الصيف، حيث أعلنت هذه الدولة عدم قدرتها على سداد ديونها في الآجال القصيرة وإذا كانت معظم الدول التي تعرف مرحلة انتقالية من اقتصاد موجه إلى اقتصاد السوق حققت نجاحا واستطاعت تجنب الاضطرابات التي حدثت في الأسواق المالية مؤخرا فإن روسيا عرفت أزمة مالية في منتصف سنة 1998، حيث انتقلت العدوى إليها في 1998، نتيجة الانهيار الذي حدث في هونغ كونغ، وفي تلك الفترة شهدت روسيا اضطرابات تمثلت في ضعف الاقتصاد الحقيقي، انعدام الثقة السياسية، انحدار سريع لدخول أو تدفقات رؤوس الأموال وأسعار الفائدة الحقيقية، مما أحدث في نفس الوقت اختلالات في الديون العمومية والنظام البنكي، ونتج عن هذه الاضطرابات توقيع برنامج الاستقرار مع صندوق النقد الدولي في جويلية بمبلغ 22 مليار دولار، وتوقف هذا البرنامج في بداية أوت وبالتالي عرف النظام المالي تدهورا ساهم في ظهور الذعر والاضطرابات في أنظمة الصرف، وتسريع القرارات المعلن عنها في17 أوت، حيث أعلن البنك المركزي والسلطات الروسية بتأخير دفع الفوائد لمدة 90 يوم على الديون الخارجية، كذا توسيع تقلبات الروبل بالنسبة للدولار، وأحدثت قرارات 17 أوت صدمة مالية تجاوزت باتساعها انهيار هونغ كونغ في أكتوبر 1997 وشوهد في تلك الفترة عودة تدفقات رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة نحو الأسواق المتقدمة [3].

عرفت جميع البورصات انخفاضا قويا لعدة أسابيع وامتدت إلى معدلات السندات في الاقتصاد العالمي بإنشاء أسواق الدين العمومي للدول المتقدمة [4].

كما حدث تراجع قوي في سيولة البنوك المركزية وانكماش عام في أسعار الأصول المالية وكان من المحتمل حدوث موجة إفلاسات مالية في مجموعة الدول الاقتصادية السبعة في أوت 1998.

---

(1) عمرو الشربيني، تداعيات الأزمة النقدية في دول جنوب شرق آسيا، مجلة السياسة الدولية، العدد132، أفريل1998، ص278.

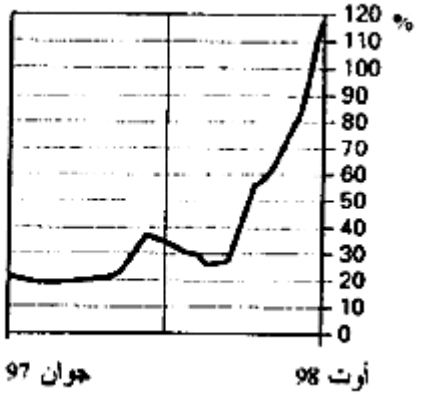
(2) شينازي جاري، الجوانب النظامية للاضطراب الذي أصاب الأسواق الراسخة مؤخرا، مجلة التمويل والتنمية، العدد01، مارس 1998، ص30.

(3) Jérome Sgard, crise de change, revue économie internationale, n°76, Décembre1998, p08.

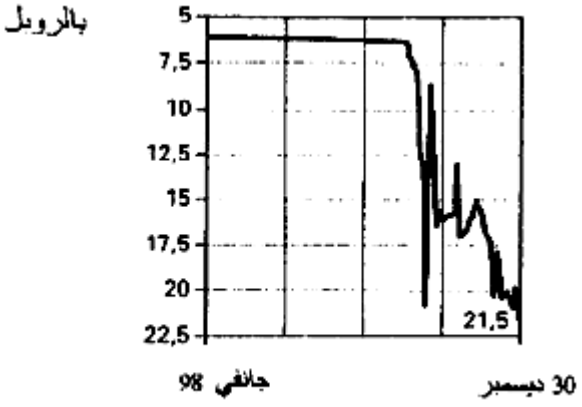
(4) Ibid, p09.

لم تستطع السلطات الروسية تدعيم تعادل الروبل مقابل الدولار، أو ضمان تسديد خدمة الديون، فانخفضت قيمة الروبل بسرعة فائقة كما عمدت على تغيير بنية الديون الداخلية من طرف واحد، وأمرت بدفع فوائد عن التأخير لمدة 90 يوم على مدفوعات سندات الخزينة الروسية GKO (سندات الخزينة قصيرة الأجل)، وعرفت هذه الأخيرة ارتفاعا من خلال ارتفاع معدلات الفائدة بـــ 120% على مدار سنة 1999، والسداسي الأول لسنة 1998، وفي تلك الفترة كانت روسيا تبحث في الخارج عن رسائل التمويل حتى يتسنى لها تسديد أو تمويل المديونية الخارجية، التي بلغت في أواخر 1997 مستوى 290 مليار دولار كما عرفت معدلات الصرف الحقيقية انخفاضا، وهذان الشكلين يوضحان معدل GKO خلال سنة 1997 و1998 وعملة الروبل مقابل الدولار[1].

الشكل رقم(11) معدل GKO



الشكل رقم(12): الروبل مقابل الدولار



Source: Bouguinat. Henri, **crise finance international**, édition puf1999, p592.

بعد موجة الاضطرابات التي عرفتها الأسواق الناشئة منذ بداية 1997، خاصة الدول الآسيوية أصبحت روسيا بؤرة التوتر، وانتشرت فيها العدوى، وكان رد فعل السوق سلبي لانخفاض عملة الروبل وتغير بنية الديون الروسية من طويلة الأجل إلى قصيرة الأجل، و لم تتأخر هذه الظواهر لتشمل البلدان الناشئة الأخرى أين عرفت ارتفاعا قويا لأقساط الخطر، وزيادة شدة الضغوط في أسواق الصرف، وذلك بسبب اندفاع المستثمرين نحو النوعية، غير أن إعادة الهيكلة أدت إلى خسائر عظيمة، وغيرت مواعيد سداد الديون ومخاطر التخلص عن تسديدها، كما أثرت على ميزان المخاطر والعائدات في الحوافظ الدولية، ورغم أن الاضطراب تركز بوضوح في أسواق الولايات المتحدة، فإن المؤسسات المالية الأوروبية واليابانية النشيطة دوليا تعرضت لمخاطر مماثلة، كانت في بعض الحالات على نطاق كبير جدا[2].

فظهور الأزمة المالية الروسية يعود إلى أسباب داخلية وأسباب خارجية، تتمثل الأسباب الداخلية في تراجع مؤشرات الاقتصاد الكلي (الناتج الداخلي الخام، التضخم، الميزان التجاري) فأي عجز عمومي كاف لظهور الأزمة.

---

(1) Bourguinat Henri, finance international, édition PUF, paris1999, p592.

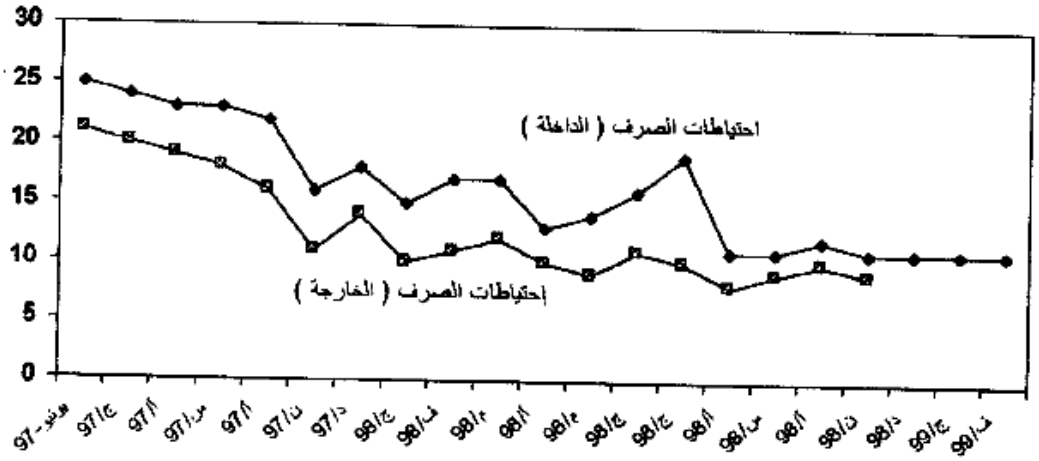
(2) شينازي جاري، مرجع سبق ذكره، ص31.

وتمثلت الأسباب الأخرى في فقدان ثقة الأسواق المالية الدولية في تحسين الحالة الضريبية والقضاء على التهرب الضريبي وفي عدم قدرة الحكومة للالتزام بتسديد الديون التي وصلت آجال استحقاقها وعرفت سياسة التطهير إخفاقا خلال السنوات التي سبقت الأزمة نظرا لعدم قدرة المسؤولين على تحصيل الضرائب، وهذا ما أدى إلى ظهور عجز عمومي، وتراكم المبالغ الخاصة بخدمة الديون.

وزادت خلال الأزمة حدة الصعوبات التي عرفتها روسيا من جراء انهيار أسعار المواد الأولية، وأدت هذه الأخيرة إلى انخفاض الموارد الضريبية والمنتوج في قطاع الطاقة، وكان لانخفاض أسعار المواد الأولية خاصة البترول عامل أساسي في زيادة حدة الأزمة وهذا الانخفاض في الأسعار أدى إلى اختفاء فائض الحساب الجاري، ونتج عن هذا الاختفاء الرغبة الكبيرة في اللجوء إلى الاقتراض من الخارج، كذلك كان لخروج رؤوس الأموال تأثير على الروبل وذلك بتخفيض قيمتها[1].

ففي هذه الحالة تدخل البنك المركزي في سوق الصرف بسبب انخفاض الاحتياطات وارتفاع معدل الفائدة بطريقة مقلقة[2] كما هو موضح في الشكلين(13) و(14):

الشكل رقم(13): احتياطات البنك المركزي الروسي (مليار دولار)



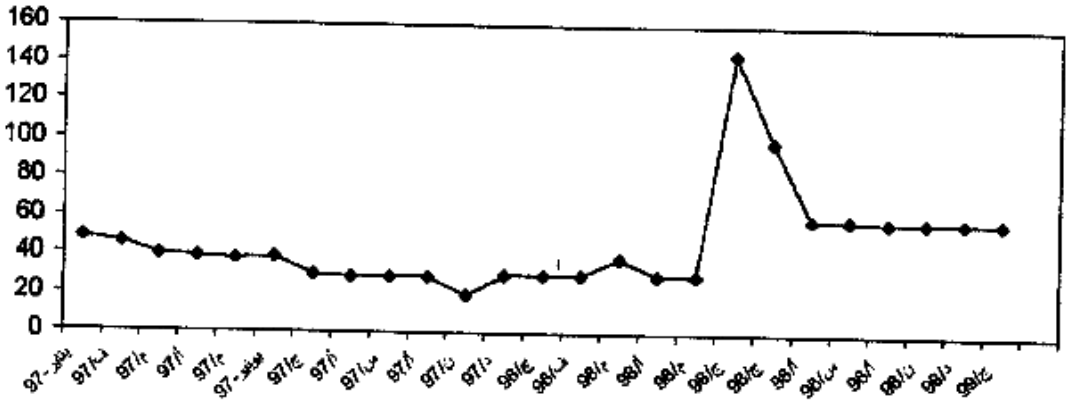
Source: Jean-Jacques Hallaert& Jean-François Mirailles**, La Russie et le Brésil dans la crise financière internationale**, la revue du financier, n°118-119, 1998, p127.

يبين الشكل(13) احتياطات الصرف الداخلة للبنك المركزي الروسي قبل تدخله في سوق الصرف، وفي تلك الفترة بلغت احتياطات الصرف أقصى حد بمقدار 25 مليار دولار، وأدنى حد قدر بـــ 12 مليار دولار، وكان هذا الانخفاض في منتصف 1998 عند انفجار الأزمة، وبلغت احتياطات الصرف الخارجة 20 مليار دولار قبل الأزمة وانخفضت بمجرد تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، حيث بلغت 9 مليار دولار.

(1) Mackel Frédéric, les grandes crises des années quatre- vingt dix , problèmes économiques, n°2669, juin2000, p08.

(2) Jean-Jacques Hallaert, Jean-François Mirailles, La Russie et le Brésil dans la crises financière internationale, la revue du financier, n°118-119, 1998, p127.

الشكل رقم(14): معدلات إعادة التمويل **(%)**



Source: Jean-Jacques Hallaert& Jean-François Mirailles, **La Russie et le Brésil dans la crise financière internationale**, la revue du financier, n°118-119, 1998, p128.

يبين هذا الشكل معدلات إعادة التمويل في روسيا، حيث كانت تتراوح هذه المعدلات قبل الأزمة ما بين 20% و150% ثم انخفضت هذه المعدلات أثناء الأزمة وبلغ هذا الانخفاض 60% واستقرت عند هذا المعدل.

رغم توطيد سياسة التطهير المعلن عنها في جوان-جويلية 1998 والمساعدات المالية المقدمة من طرف صندوق النقد الدولي، والبنك العالمي واليابان لم تتوقف التخوفات والشكوك لدى المستثمرين بل واتسعت وتطورت وترجمت في الارتفاع السريع لمعدلات الفائدة وانخفاض حجم احتياطات الصرف المخصصة للدفاع على الروبل، في حين أثرت المشاكل المالية والهيكلية على تدفقات رؤوس الأموال حيث[1]:

- أدى ارتفاع معدلات الفائدة السريع إلى ارتفاع قوي في نسبة المديونية العمومية.
- انخفاض المواد الاستغلالية الخاصة بالبترول والغاز بنسبة 20%.
- ظهور عجز في رصيد المعاملات الجارية.

لقد اتضح من خلال تنفيذ الميزانية الفيدرالية في سنة 1997 عجزا قدر بـــ 6.1% من الناتج الداخلي الخام، فالعجز الكلي في النفقات العمومية قدر بـــ 7.3% من الناتج الداخلي الخام في نفس السنة[2].

أدت الاتفاقية التي أمضتها روسيا مع صندوق النقد الدولي في سنة 1998 إلى ظهور عجز قدر بـــ 2.5 مليار دولار ومولت بـــ 10 إلى 14 مليار دولار، عن طريق شراء أذونات حكومية طويلة وقصيرة الأجل من طرف المستثمرين الأجانب.

ولكن هذه الاتفاقية تم توقيفها وفق قاعدة تقدير معدلات الفائدة الداخلية التي تراوحت ما بين 12 % إلى 14 % خلال سنة كاملة، ولكن هاته الأخيرة اعتبرها المستثمرون غير واقعية[3].

فالفرضيات غير الواقعية التي تبنتها روسيا لتحضير ميزانية عام 1998، حيث كان هدفها مبني على تصحيح ومراجعة المالية العامة، لكن عدم قدرتها وعجزها على وضع ميزانية صحيحة أثار قلق وشك المستثمرين

(1) www.imf.org, rapport annuel de la FMI, p44.

(2) Philipe Bourgeois, crise russe , problèmes économiques, n°2593, Déc1998, p01.

(3) Phillipe Bourgeois, Op.cit, p02.

الأجانب وذلك في الشهور الأولى من سنة 1998، حيث أن تحصيل الإيرادات الجبائية عرف تأخيرا كبيرا مع تلك الفترة المقدرة في قانون المالية المعتمد في شهر مارس 1998 وفق الهدف المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي.

كما أدى الشك والقلق الذي ارتاب المستثمرين في الفصل الأول من سنة 1998 إلى ركود أو كساد رؤوس أموال الاستثمار المباشر، هذا ما أدى بالبنك المركزي الروسي إلى استعمال احتياطات الصرف وهذا قصد تمويل العجز الجاري، وفي أواخر ماي كانت الاحتياطات تقدر بـــ 15 مليار دولار، وأدى خطر نفاذ احتياطات الصرف إلى خفض قيمة الروبل[1].

والخمسة أشهر الأخيرة من سنة 1998، ارتفع معدل الاستهلاك أكثر من 75% و انخفضت عملة الروبل بحوالي 70% بالمقارنة مع الدولار، كما عرف الدخل المحلي الخام (PIB) في تلك الفترة انخفاضا قدر بـــ 5%، وانخفاض الاستثمار الحقيقي إلى ما يقارب بـــ 10%، وانتقلت نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر من 6.2% في 1997 إلى 2.5% في 1998 وعرفت الموازنة صعوبات وضغوطات حيث انخفضت موارد الحكومة الفيدرالية بـــ 10% من الناتج المحلي الخام 1998[2].

الفرع الرابع: الأزمة المالية في البرازيل 1999.

تميز الاقتصاد البرازيلي بالنمو المرتفع بين السنوات 1950-1980 كما تميز بتضخم مرتفع وبلغ أقصاه ما بين 1991-1994 بمعدل 126% وسجل في تلك الفترة عدم استقرار الاقتصاد الكلي، كما تسبب الارتفاع السريع في معدلات الفائدة الدولية في عدم استقرار الاقتصاد الكلي، و في ظهور أزمة المديونية الخارجية وهذا ما أدى إلى زيادة عبء التكاليف المالية على ميزانية الدولة[3].

جدول رقم(21): معدلات نمو الناتج المحلي الخام والتضخم للبرازيل

	معدل النمو الناتج المحلي الخام حسب المقيمون (%)			معدل التضخم (%)		
	1980 -1950	1991-1990	1994-1991	1980 -1950	1990-1981	1994-1991
البرازيل	4.2	0.8-	0.6	33	605	1261
أمريكا اللاتينية	3	1.2-	1.4	28	418	461

Source : Alain Marie-Claire, **crise financière internationale**, revue Technique Financière développement, n°53-54, Décembre1998, p48. et

وضع "مخطط الريال" في منتصف التسعينات لمعالجة أوضاع الاقتصاد الكلي البرازيلي الذي كان يعاني من مشاكل عديدة وتمثلت أهداف المخطط في تخفيض شدة التضخم وتحسين المالية العمومية، وكانت ظاهرة التضخم متبوعة بارتفاع شديد لمعدلات الفائدة الحقيقية، وهذه الأخيرة ساعدت على اتساع العجز الموازي الذي انتقل من 2.4% ما بين فترة 1994-1996 إلى 8% من حجم الناتج المحلي الخام في سنة 1998.

(1) Mackel Frédéric, Op.cit, p09.

(2) www.imf.org, rapport annuel de la FMI, p44.

(3) Alain Marie-Claire, crise financière internationale, revue Technique Financières et développement, n°53-54,Décembre1998, p47.

وفي جويلية 1994 ومن خلال مخطط الريال أعلن عن خلق عملة جديدة "الريال" وظهور اختلال في الاقتصاد الكلي كان له دور في زيادة الضغوطات المتعلقة بمعدلات الصرف[1].

نشوب الأزمة الروسية وما تبعها من إعادة تقييم للمخاطر بواسطة المستثمرين زادت من سرعة تدفقات خروج رؤوس الأموال، وهبطت أسعار الأسهم بشدة، وزادت فوارق عائدات السندات السيادية بحوالي 1400 نقطة أساس، وتصدت السلطات لذلك عن طريق التدخل بقوة في سوق الصرف الأجنبي للدفاع عن الريال.

وعرفت مشاكل وصعوبات نتيجة الأزمة المالية، وانفجرت المشاكل الأولى في أكتوبر 1997 في جنوب شرق آسيا، وفي تلك الفترة أعادت الأسواق الدولية النظر في زيادة الخطر في البلدان الناشئة فيما يخص العجز وعدم قدرة السلطات البرازيلية على تفادي هذا الخطر الذي ظهر في الميزانية والميزان الجاري، ففي الفترة الأولى عمدت إلى تثبيت الريال بالدولار، كما قامت بوضع قيود والحد من الخروج القوي أو الكثيف لرؤوس الأموال وأعلنت عن تطبيق مخطط تطهير المالية العمومية وكانت مبادرة ناجحة، ولكن لم تدم لفترة طويلة وسارعت إلى وضع إجراءات تمثلت في رفع معدلات الفائدة وأعلنت عن تدابير صارمة في الميزانية، وكانت التدابير غير كافية، حيث استمرت رؤوس الأموال في التدفق نحو الخارج، مما استدعى المسؤولين البرازيليين اللجوء إلى صندوق النقد الدولي، وبعد امتداد الأزمة التي انفجرت في جنوب شرق آسيا في سنة 1997 إلى البرازيل، برزت في أوائل 1999 نقاط ضعف مالية، واختلالات في ميزان المدفوعات[2].

ففي منتصف 1998 ظهر عجز أساسي حيث كان الإنفاق الحكومي يزيد على الدخل، وبلغت الديون المحلية للحكومة 40% من الناتج المحلي الخام واقترب عجز الحساب الجاري إلى 5% من الناتج المحلي الخام، وبعد أن تخلت روسيا عن سداد ديونها في أوت، توقفت تدفقات رؤوس الأموال إلى البرازيل، وفي تلك الفترة قررت الحكومة البرازيلية تعويم سعر صرف الريال مما أدى إلى إثارة الذعر في جانفي 1999، وفي فيفري هبط سعر الريال ليصبح 2.15 ريال للدولار الواحد بعد أن كان الريال يقابل 1.20 دولار في بداية السنة، وكان من الممكن أن يخلق انخفاض قيمة الريال ردود أفعال قوية، ظهور اختلالات خطيرة، وارتفاع نسبة التضخم، ودفع الاقتصاد إلى ركود عميق، وكان خطر التضخم يسود البلاد فقد تنبأ المراقبون بمعدلات تضخم تتراوح ما بين 30% إلى 80%، وأشارت التنبؤات إلى أن نمو الناتج المحلي الخام منخفض حيث تراوح بين 3% و6% في 1999 [3].

وفي جانفي 1999 تخلت البرازيل عن نظام الصرف المرتبط بالدولار بتخفيض قيمة الريال بـــ 40% وأيقض هذا القرار الشكوك في نفوس المستثمرين وكان الانشغال الوحيد بالنسبة للبرازيل هو التخوف من عودة تضخم قوي وأزمة عميقة متبوعة بخروج رؤوس الأموال وبعد الانخفاض الذي سجله الريال، بعد استقالة رئيس

(1) CEPII, l'économie mondiale2000, édition la découverte, Paris1999, p38.

(2) Mackel Frédéric, Op.cit, p08.

(3) فراجا أرمينو، السياسة النقدية أثناء الانتقال غلى سعر صرف معوم تجربة البرازيل الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، العدد01، مارس2000، ص16.

البنك المركزي في 15 جانفي 1999 وترك عملة الريال عائمة لارتباطها بسرعة خروج رؤوس الأموال[1]، وقام برفع معدلات الفائدة مؤقتا و أبرز شيء ظهر في تلك الأزمة هو تخفيض قيمة عملة البيزو الكولومبية والبيوليفار الفترويلي ففي فترويلا انكمش النشاط الاقتصادي في 1998، ويرجع إلى انخفاض أسعار النفط العالمية وقد تحول وضع المالية العامة من الفائض في سنة 1997 إلى عجز كبير 1998، كما تحول الحساب الجاري إلى عجز، وتكاثفت ضغوط سوق الصرف بشدة، وتصدت السلطات لذلك عن طريق التدخل لمساندة سعر الصرف، مع السماح بانخفاض بوليفار، إلى الحد الأدنى من نطاق التقلب، بالإضافة إلى تشديد أوضاع السيولة والإعلان عن تدابير إضافية تستهدف خفض عجز المالية العامة[2].

وفي الأرجنتين كانت أسعار الفائدة قد انخفضت في نهاية جويلية إلى مستويات ما قبل أكتوبر1997، ويرجع انخفاض الضغوط بالأسواق المالية إلى اعتدال النمو وإتباع سياسة مالية عامة محكمة، و قدكان تزايد عجز الحساب الجاري وتباطؤ التقدم في إصلاحات سوق العمل مصدرين للقلق، وخلال أوت وأوائل سبتمبر عادت ضغوط الاضطرابات إلى الظهور من جديد، حيث انخفضت أسعار الأسهم بشدة وزادت فروق عائدات سندات برادي بأكثر من 600 نقطة أساس، أما أسعار الفائدة المحلية فقد زادت بنسب أقل لأن إجمالي احتياطات السيولة لدى البنك المركزي لم ينخفض إلا بشكل طفيف، وتحسن إدارة الدين العام، والتدابير التي اتخذت مؤخرا لخفض نفقات المالية العامة في 1998، وتجميد الإنفاق العام في 1999[3].

وفي الشيلي أدى انخفاض أسعار النحاس وتعرض الشيلي لمخاطر نتيجة الأزمة التي انفجرت في آسيا إلى ظهور أضرار تمثلت في انخفاض نسبة النمو، وخفض حجم تدفقات رؤوس الأموال محدثا بذلك ضغوطات باتجاه خفض سعر الصرف، وأدى إلى إتباع سياسة نقدية متشددة إلى جانب تنفيذ مجموعة تدابير لخفض النفقات العامة، وحصر مجال تقلب سعر الصرف من 0.25% إلى 0.5% وإصدار سندات متوسطة الأجل بالدولار، وخفض حجم الإيداع دون فوائد الذي يشترط على تدفقات معينة من رؤوس الأموال الوافدة.

تأثرت البرازيل سلبا نتيجة الأزمة التي ضربت جنوب شرق آسيا، حيث أصبحت في حاجة إلى أكثر من 50 مليار دولار لتغطية الفراغ المالي الذي حدث في حسابات الكثير من البنوك التي أقدمت على منح قروض للمؤسسات دون أن تكون لهذه الأخيرة القدرة على التسديد في الآجال القصيرة والمتوسطة ومن بين الإجراءات التي اتخذتها السلطات البرازيلية للحد من الانهيار المالي، تبني برنامج تقشفي، كان من أهم محاوره فرض الضرائب الإضافية، التقليل من النفقات العمومية ومضاعفة معدلات الفائدة بحثا عن استقرار أكثر للأسواق المالية[4].

وباشرت السلطات في ذلك الوقت التفاوض مع صندوق النقد الدولي بوضع برنامج يسمح بالحصول على مساعدات للخروج من دائرة الخطر، وقدم صندوق النقد الدولي في جانفي 1999 مبلغا ماليا قدره 11.5

---

(1) CEPII, Op.cit, p39.

(2) تقرير صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: الاضطرابات المالية والاقتصاد العالمي، أكتوبر1998، ص08.

(3) نفس المرجع، ص09.

(4) بكطاش فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص67.

مليار دولار لدعم ميزان المدفوعات، ورغم هذه المساعدات الضخمة قامت السلطات البرازيلية بتعويم عملة الريال التي انخفضت بسرعة وبشكل قوي بمعدل 50 % كما أعلن عن مخطط الإنقاذ يهدف إلى جلب رؤوس الأموال نحو الداخل[1].

لكن رغم فعالية هذه الإجراءات في التخفيف من الآثار السلبية للأزمة المالية، إلا أن انعكاساتها على النمو ظهرت نتيجة التقليل من النفقات العمومية التي أثرت بدورها على التشغيل، حيث انخفض النمو الاقتصادي سنة 1998، و لسد العجز المالي حاولت السلطات العمومية اللجوء إلى خوصصة بعض المؤسسات[2].

الفرع الخامس: الأزمة المالية في تركيا عام 2001.

دائما في إطار الدول التي تعرضت للأزمات المالية نجد أن تركيا قد أصيبت بعدوى الأزمات المالية هي الأخرى.

1- تركيا قبل الأزمة:

بدأت إرهاصات الأزمة مع الحملة التي شنتها السلطات التركية للتحقيق في فساد قطاعي المال والأعمال، الأمر الذي ترتب عليه القبض على عدد من رجال الأعمال وعلى رأسهم ابن شقيق الرئيس السابق "سليمان ديميريل"، وتزامنت هذه الأحداث مع تصاعد حدة الخلافات السياسية بين رئيس الجمهورية ورئيس الحكومة مما أنذر بحدوث اضطرابات في البلاد ودفع المستثمرين الأجانب إلى بيع الأسهم والسندات التركية، مما أدى إلى تدهور قيمتها ومن ثم تعرضت البنوك لضغوط متزايدة بسبب الأموال الضخمة التي اقترضتها لتمويل شراء السندات الحكومية ومما ضاعف من حدة الأزمة أن طلبات الاقتراض التي تقدمت بها البنوك المتعثرة للبنوك الأخرى قوبلت بالرفض، فكانت النتيجة المنطقية مزيدا من هروب رؤوس الأموال وتفاقم أزمة السيولة، والواقع أنه كان لا مفر من اتخاذ الحكومة لهذه الإجراءات، إذ أن الفساد كان متفشيا بصورة كبيرة في جميع قطاعات الاقتصاد وعلى رأسها القطاع المصرفي، الذي ساهمت الحكومة في فساده بسبب عدم إقرار التشريعات اللازمة لتنظيمه إلى جانب القانون الذي انتهج منذ عام 1994، وبموجبه تضمن الحكومة جميع الودائع البنكية بالكامل، الأمر الذي أغرى أصحاب النفوذ بالتلاعب عن طريق إنشاء بنوك لتجميع الأموال ثم ضمها في مشروعات أخرى أو تهريبها إلى خارج البلاد[3].

تتشابه الأزمة التركية في عدد من السمات المشتركة مع الأزمات في اقتصاديات الأسواق الناشئة التي تنفذ برنامج تثبيت، تستند إلى أسعار الصرف، وهذه البرامج تستخدم عادة سعر الصرف كأداة تثبيت الاتجاهات التضخمية المرتقبة، وكثيرا ما يعتمد على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة التي تجتذبها فرص تمويل العجز الخارجي، الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في قيمة العملة، ولكن تراكم الدين الخارجي يؤدي في نهاية المطاف إلى الخروج

---

(1) Mackel Frédéric, Op.cit, p09.

(2) www.imf.org, rapport annuel de la FMI, p45.

(3) نهى الجبالي، الأزمة المالية التركية وسياسات الصندوق النقد الدولي في مواجهتها، مجلة السياسة الدولية، العدد148، أفريل2002، ص166.

السريع لرؤوس الأموال، مما يدفع بسعر الصرف في الاتجاه المعاكس أو يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة، ومن خلال هذه الدورة المالية المتأرجحة بين الازدهار والانكماش نجحت بعض البلدان (مثل المكسيك والبرازيل) في التغلب على عدم استقرار الأسعار وتفادي العودة إلى التضخم السريع، واتبع البرنامج التركي في البداية طريقا مماثلا لكنه بدأ يواجه صعوبات في مرحلة أبكر بكثير في عملية مكافحة التضخم، وكان منشأ الصعوبات هو أن البرنامج بدأ في مناخ سادته مشاكل هيكلية وأوجه ضعف في جبهات كثيرة مختلفة، وعلى وجه الخصوص في الموارد المالية العامة والقطاع المصرفي[1].

2- اندلاع الأزمة في تركيا:

نتيجة التضخم المزمن في منتصف الثمانينات، الذي بلغ متوسطه70% سنويا، شرعت الحكومة في ديسمبر 1999 في برنامج للتثبيت، يدعمه قرض مقدم من صندوق النقد الدولي بغرض تحقيق معدل التضخم إلى 25% بحلول نهاية عام 2000، والوصول به إلى مستوى رقم مفرد بحلول نهاية عام 2002، ولكن هبط الناتج المحلي الإجمالي لنسبة 6% بسبب حدوث زلازل مدمرة وإلى عواقب الأزمة الروسية، وازدادت مدفوعات الفائدة على الديون الحكومية وخسائر مؤسسات القطاع العام، كما كان القطاع المصرفي أيضا ضعيفا إلى حد كبير وشديد الاعتماد على حصيلة السندات الأذنية ذات المردود العالي المرتبطة بالتضخم السريع، ومن ثم كانت الأسواق المالية للغاية أمام مكافحة التضخم، وظهور عدم اتساق السياسة العامة لأن قدرا كبيرا من التكيف المالي كان مبنيا على حدوث تخفيضات في أسعار الفائدة الاسمية الحقيقية بالذات التي تعتمد عليها مصارف كثيرة في توفير مقومات سلامتها، وعلى خلاف ذلك كان الحساب الخارجي متوازنا تقريبا، فمصرف تركيا المركزي كان ينتهج فعليا سياسة تقوم على ربط العملة بعملة أخرى قابلة للتحويل، وكان برنامج التثبيت يستند إلى سعر صرف يعلن مسبقا، وكانت أسعار الصرف المستهدفة تحدد من خلال سلة تتألف من الدولار واليورو، مع إعطاء وزن أكبر للدولار، وحددت قيمة السلة بالليرة على أساس أن تزيد بنسبة 20% في عام 2000 ككل (وهي نسبة مساوية للمعدل المستهدف فيما يتعلق بتضخم أسعار البيع بالجملة) وحدد جويلية 2001 باعتبار تاريخ الخروج من سعر الصرف المعلن مقدما إلى أسعار أكثر مرونة ضمن نطاق معين، كما أنشئ بموجب البرنامج" مجلس شبيه بمجلس شؤون النقد " (قضى بمنع طبع أوراق نقدية مقابل أصول محلية)، واستخدمت أسعار الفائدة في حالة عدم كفاية تدفقات رؤوس الأموال الوافدة لسد عجز الحساب الجاري، ستسحب السيولة من الاقتصاد وسترتفع أسعار الفائدة، ومن ثم يستعاد التوازن الخارجي من خلال اجتذاب مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الوافدة من ناحية، و تقييد الطلب المحلي والواردات من ناحية أخرى[2].

وعلى أية حال تحققت خلال 11 شهر الأولى الأهداف الخاصة بسعر الصرف الاسمي وصافي الأصول المحلية و العجز الأولي في الميزانية، لكن الأسعار أظهرت ثباتا أكثر من المتوقع، ولم ينخفض التضخم السنوي إلى 10% في نهاية عام 2000، بعد أن بلغ المتوسط 65% في عام 1999، وترتب على ذلك ارتفاع حقيقي في قيمة

(1) محمد صفوت قابل، مرجع سبق ذكره، ص282.

(2) نفس المرجع، ص(284-285).

العملة، وهبطت أسعار الفائدة هبوطا أسرع بكثير من هبوط التضخم، حتى وإن اتسمت بدرجة عالية من التقلب، فقد بلغ المتوسط السنوي لأسعار السندات الأذنية التي مدتها 3 أشهر أقل من 40% في الفترة من جانفي إلى نوفمبر 2000، مقارنة بما يزيد عن 100% في عام 1999، ونما الاقتصاد بأكثر من 6% في عام 2000 ككل وأدى ارتفاع قيمة العملة وارتفاع فاتورة واردات النفط إلى مضاعفة العجز التجاري إلى ما يقدر بـــ 20 مليار دولار، ودفع بمعدل عجز الحساب الجاري إلى 5% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نسبة غير مسبوقة.

ومن الصعب، كما هو الحال في معظم أزمات الأسواق الناشئة تحديد حدث بعينه يفسر ما حدث في نوفمبر 2000 من انهيار في الثقة وهروب من الأصول المحلية، وربما يكون أهم الأسباب التي ساعدت على ذلك[1]، النتائج المخيبة للآمال فيما يتعلق بالتضخم في شهر أكتوبر، والارتفاع غير المتوقع في حالات العجز التجاري الشهرية، وما واجهته الخوصصة من صعوبات سياسية، وتردي العلاقات مع الاتحاد الأوروبي والحالة الاقتصادية للأرجنتين، والكشف عن مخالفات في النظام المصرفي، والتحقيق الجنائي في استيلاء صندوق تأمين الودائع على عدة مصارف، و ربما يكون قد حدث أيضا اندفاع نحو السيولة بسبب المناورات التنافسية التي حدثت بين بعض المصارف الخاصة، ومع اضمحلال الثقة رفض الدائنون الأجانب تجديد عقودهم المبرمة مع المصارف المحلية، وقامت المصارف من جانبها ببيع الليرات تداركا منها لما تعانيه في نهاية العام من أوضاع مقلقة فيما يتعلق بالعملات الأجنبية وارتفعت أسعار الفائدة نتيجة لاستنزاف الاحتياطات الدولية، أما المصارف التي لديها حافظات كبيرة من السندات الأذنية المشتراة بأموال مقترضة من أسواق تتحدد أسعارها على أساس يومي فقد تكبدت خسائر لا يستهان بها، وسعت إلى شراء أموال من سوق المصارف، مع تخلصها في الوقت ذاته من كميات كبيرة من الأوراق الحكومية، وفي غضون أيام قليلة، هبطت أسعار الأسهم هبوطا عموديا وواجه مصرف تركيا المركزي المأزق التقليدي الذي يسببه فقدان الثقة و يتمثل هذا المأزق فيما يلي: إما أن يدافع عن القاعدة النقدية، وفي نهاية المطاف عن قيمة العملة، مما يؤدي إلى أزمة مالية أعمق أو أن يتصرف كمقرض أخير وينقذ النظام المالي بضخ سيولة نقدية تزيد على صافي أصوله المحلية المستهدفة، وبعد التردد بعض الشيء، بدأ المصرف المركزي يزود المصارف المضطربة بالسيولة النقدية، لكن هذا لم يؤدي إلا إلى تعجيل خطر انخفاض الاحتياطات الدولية مع تسارع خطر بيع الليرة في أسواق الصرف الأجنبية.

وفي غضون بضعة أيام، عكس مصرف تركيا المركزي اتجاه سياسته العامة بعد إجرائه مشاورات مع صندوق النقد الدولي وتأمينه التزامات منه، وأعاد العمل بقاعدة مجلس شؤون النقد وفرض حد أقصى جديدا على الأصول المحلية، ونظرا إلى توقف ضخ السيولة النقدية في الوقت الذي كانت فيه الاحتياطات لا تزال كافية للوفاء بالالتزامات الخارجية القصيرة الأجل، فإن تدفقات رؤوس الأموال الخارجة توقفت، لكن أسعار الفائدة ارتفعت ارتفاعا كبيرا ومفاجئا، وفي بداية ديسمبر تم الوصول إلى اتفاق جديد مع صندوق النقد الدولي يشمل صفقة تمويل إجمالية تبلغ نحو 10.5 مليار دولار، وتعهدت الحكومة بالتزامات جديدة، بما في ذلك زيادة تخفيض الإنفاق وزيادة الضرائب والتخلي عن سياسات الدعم الزراعي وتحرير أسواق السلع والخدمات الرئيسية وإعادة تشكيل وجمع

(1) نفس المرجع، ص(285-286).

المودعين في المصارف المحلية، بغية المساعدة على استعادة الثقة في النظام المصرفي، وعلى الرغم من تحقيق استقرار في الاحتياطات وأسعار الفائدة فقد بات من الواضح بصورة متزايدة أن البرنامج يفتقر إلى مقومات الاستمرار، فقد ظل معدل التضخم أعلى من المعدلات الشهرية لانخفاض قيمة العملة مقابل سلة العملات، وظلت أسعار الفائدة على ارتفاعها الشديد وبلغت نحو 65% على الإصدارات الجديدة من السندات الأذنية بينما الأصول المقومة بالليرة مازالت تعتبر عالية المخاطر، وأخذ الاقتصاد في الانكماش، بالإضافة إلى الخلافات السياسية التي وقعت في فيفري 2001، أدت إلى تدفق هائل لرؤوس الأموال إلى الخارج، مما أجبر الحكومة على التخلي عن قيمة العملة والانتقال إلى التعويم، بدعم أيضا من مؤسسات بروتون وودز، وفي غضون بضعة أيام، فقدت العملة حوالي ثلث قيمتها مقابل الدولار.

حث البنك الدولي تركيا على التعجيل في تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية باعتبارها أفضل وسيلة للحد من الآثار السلبية المحتملة على الاقتصاد التركي، في حال تعرض العراق لضربة عسكرية محتملة، وأثار التقدم البطيء للإصلاحات في أعقاب الانتخابات العامة التي جرت في نوفمبر 2002، المخاوف من أن يؤدي نشوب حرب في العراق تراجع انتعاش الاقتصاد التركي، و يعني بطء تقدم الإصلاحات، تأجيل منح البنك الدولي لقرض قيمته 900 مليار دولار للمساعدة في إعادة هيكلة الاقتصاد التركي.

وكان البنك وصندوق النقد الدوليان قد تعهدا بدفع 30 مليار دولار لتركيا منذ بدء الأزمة المالية، إلا أنهما أوقفا الإفراج عن دفعات من برنامج المعونة نتيجة تراخي الحكومة.

3-مقارنة الأزمة التركية بالأزمات المالية الأخرى:

تختلف الأزمة التركية عن غيرها من الأزمات المالية فيما يلي[1]:

- بالمقارنة مع الأزمة الروسية، نجد أن تركيا لم تكن تعاني من سوء إدارة مزمن لاقتصادها ولكنها تعرضت لصدمة مالية، وهو الوضع الذي أنشىء صندوق النقد الدولي أساس لمواجهته ومن ناحية أخرى اختلف رد فعل كل من الدولتين في أعقاب الأزمة، فبينما قامت تركيا ببيع أصولها لجأت روسيا للمزيد من الاستدانة مما أدى لتعقيد المشكلة.

- إذا ما قارنا الأزمة التركية بالأزمة الآسيوية، نجد فرقا كبيرا في حجم الديون غير المغطاة فقد بلغت 150 مليار دولار في كوريا مقارنة بـــ 10 مليار دولار في تركيا على الرغم من أن الفرق يعكس اختلاف حجم اقتصاد البلدين إلا أنه يفسر كذلك عدم انتقال عدوى الأزمة التركية لدول أخرى.

- على عكس عملة البرازيل لم تكن الليرة تعاني من المبالغة في قيمتها كما كانت هناك مؤشرات إيجابية في تركيا قبيل الأزمة إذ انخفض معدل التضخم لأول مرة منذ عام 1985، كما انخفضت نسبة الدين العام للناتج المحلي الإجمالي.

---

(1) نهى الجبالي، مرجع سبق ذكره، ص168.

ومن ناحية أخرى لقي الدعم الذي قدمه الصندوق لتركيا قبولا واستحسانا من السلطات الأمريكية التي طالما عارضت منح قروض كبيرة للدول النامية عند تعرضها للأزمات المالية، يعكس ذلك بالطبع دعم الولايات المتحدة الأمريكية لدور تركيا كحليف إستراتيجي في المنطقة أي في منطقة العراق وإيران.

المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري الأمريكية).

تعتبر الأزمة المالية التي اندلعت في صائفة 2007 كنتيجة للإخفاق الكبير الذي عرفه استرداد الديون العقارية الممولة من طرف البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية والمعروفة بالقروض العقارية من الدرجة الثانية "sub-prime "، إن هذه الأزمة عصفت ولا تزال تعصف باقتصاديات الدول الصناعية الكبرى والدول النامية على السواء، كانت في البداية أزمة رهون عقارية من الدرجة الثانية وكان بالإمكان التحكم فيها داخل الولايات المتحدة الأمريكية* ولكن على الرغم من أن حجم هذه القروض يعتبر ضعيفا نوعا ما، نسبة إلى مجموع القروض العقارية الممنوحة في هذا البلد، إلى أن أثرها السلبي كان عظيما، إذ تحولت من أزمة عقارية أمريكية بحتة إلى أزمة عالمية خانقة ثم إلى أزمة اقتصادية شرسة مست جميع دول العالم دون استثناء.

الفرع الأول: حالة الاقتصاد الكلي العالمي قبل نشوب الأزمة.

لقد عرف الاقتصاد الكلي العالمي بعض الاختلالات في كيفية توزيع الفائض في الميزان التجاري وسد العجز في ميزان المدفوعات في البنوك في السنوات الأخيرة، خصوصا بعد تحرر الأسواق المالية العالمية والتكتلات الاقتصادية التي برزت إثرها بعد تفشي العولمة، إذ أصبح الاقتصاد العالمي يشكل كتلة واحدة، هذا التكامل أدى إلى محاربة التضخم من جهة، بحيث أصبحت هذه الظاهرة متحكم فيها، وذلك بفضل السياسات النقدية التي سطرت من طرف أغلب البنوك المركزية في العالم، أما من جهة أخرى فإن الوفرة المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة قد أدت إلى انخفاض في معدلات الفائدة على السندات وكذلك انخفاض في درجات المخاطرة، وهذا بعد أن أصبح واضحا لدى المستثمرين نجاعة الإجراءات التي اتخذت من طرف البنوك المركزية لمحاربة التضخم[1].

هذه الإجراءات أدت إلى نوع من الاستقرار وشجعت المستثمرين إلى البحث على فرص الاستثمار المربحة في ظل الابتكارات المالية الحديثة وتشجيع المتعاملين الاقتصاديين خصوصا بنوك الاستثمار، إلى توسيع حجم الائتمان في ظل انخفاض معدلات التضخم، ونسب الفائدة على القروض، أضف إلى ذلك، فإن البنوك عادة ما تأخذ بعين الاعتبار القواعد الاحترازية عند توسيع حجم الائتمان الموجه لتمويل الاقتصاد.

---

* الفرق بين العقود الرهنية من الدرجة الأولى والدرجة الثانية يتمثل في كون الأول يخضع لشروط احترازية مضبوطة تسمح لمانح القرض من استرجاع أمواله عند الضرورة، ولكن بالنسبة للحالة الثانية، فإن استرداد المبالغ المقترضة مشكوك فيها نظرا لطبيعة الشروط الهزيلة التي تم الاتفاق عليها عند منح القرض.

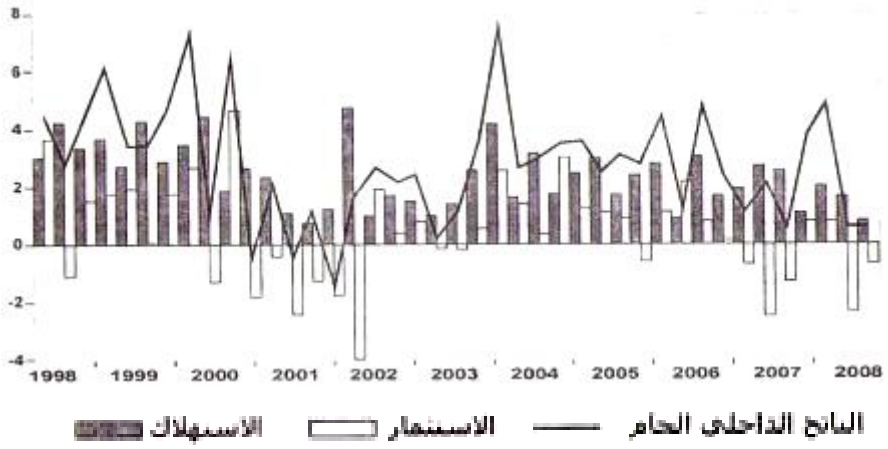
(1) د.عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمة sub-prime)، دار النشر Légende، الجزائر2009،ص(23-26).

من إحدى العوامل المساهمة الأخرى التي أدت إلى الإسراع في نشوب الأزمة المالية هي وفرة السيولة بدرجة عالية على المستوى العالمي، فإذا نظرنا إلى نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج الداخلي الخام على المستوى العالمي فإننا نجدها ارتفعت من 19% في الفترة ما بين 1980 و2000 إلى حوالي 30% في الفترة ما بين 2006 و2007[1].

الشكل رقم(15) يمثل: الناتج الداخلي الخام العالمي وحجم الصادرات العالمية

المصدر: عبد القادر بلطاس، **تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمة sub-prime)**، دار النشر Légende، الجزائر2009، ص23.

الشكل رقم (16) حالة الاقتصاد الأمريكي قبل نشوب الأزمة



المصدر: عبد القادر بلطاس،**تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمة sub-prime)**، دار النشر Légende، الجزائر2009، ص24.

وكذلك فإن ارتفاع مخزون العملة الصعبة لدى البنوك المركزية للدول الناشئة مثل الصين والهند والدول المصدرة للبترول وبعض المواد الأولية، قد ساعد على نشوب الأزمة المالية العالمية علاوة على ذلك التوسع في الائتمان دون ضوابط متعارف عليها، والذي كان يهدف من خلاله الرفع من النمو الاقتصادي نتيجة الانخفاض

(1) A.Asheraft &T.Schuuermann, understanding the securitization of subprime mortgage credit, working paper, Federal Reserve Bank of new york2007, p120.

في معدلات الفائدة وبروز منتجات مالية جديدة جد متطورة، فقد استطاعت الدول الناشئة أن تحرز على ادخار معتبر وفائض في الميزان التجاري ابتداء من سنة 2002، هذا الفائض قدر بأكثر من 680 مليار دولار في سنة 2006، بينما نجد أن العجز الهيكلي في الميزان التجاري الأمريكي قد تجاوز 780 مليار دولار لنفس السنة، هذه الأرقام لها دلالة اقتصادية واضحة وجد مهمة، إذ أن العجز في ميزان المدفوعات للولايات المتحدة قد بلغ 6.2% من الناتج الداخلي الخام سنة 2006 وحوالي 5.7% سنة 2007، بينما الفائض الميزاني للصين يفوق 9% من الناتج الداخلي الخام سنة 2006 وأكثر من 11% سنة 2007، هذا يعني أن العجز في ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية يساوي تقريبا الفائض في الميزان التجاري في الصين، وهذا شيء جديد لأنه في السابق كانت الدول المصنعة هي التي لها فائض في الميزان التجاري وتقوم بتصدير هذا الفائض إلى الدول النامية في شكل قروض مثقلة بشروط تعجيزية في بعض الأحيان[1].

أما اليوم، فإنه يشاهد العكس تماما، فالدول التي تسمى بالناشئة هي التي أصبحت الدائنة للدول الصناعية الكبرى خصوصا الولايات المتحدة الأمريكية التي أصبحت تغطي العجز في ميزان المدفوعات باللجوء إلى رؤوس أموال الدول الناشئة. إن الوضعية المالية المريحة التي توجد عليها الدول الناشئة ترتب عنها عدة ميزات، منها وجود سيولة عالية حقيقية وضمانات أكيدة تسمح لها بترقية اقتصادياتها والتقليل من المديونية الخارجية، التحكم في استقرار العملات الوطنية ومنه الاستقرار الاقتصادي.

غير أنه من المؤكد أن توظيف الفائض الاحتياطي في الأسواق الخارجية سوف لن يدر نفعا ما دامت مردودية الاستثمارات ضعيفة نظرا للركود الاقتصادي، ويمكن تفسير التراجع في ميزان المدفوعات الأمريكية بقضايا جوهرية من أهمها السياسة النقدية التوسعية التي انتهجها البنك الاحتياطي الأمريكي في السنوات الأخيرة ما قبل الأزمة، والتي ترجمت بمعدلات فائدة جد ضعيفة، الأمر الذي أدى إلى الزيادة في الاستثمار والاستهلاك بنسب جد مرتفعة على الرغم من أن الادخار المحلي لم يكن كافيا لتغطية ذلك، هذا العجز في الادخار أمكن تعويضه باللجوء إلى الاستدانة من الخارج وبالتحديد من الدول التي لها فائض في ميزان المدفوعات، نذكر منها على الخصوص اليابان، الدول الناشئة وكذلك الدول المصدرة للنفط[2].

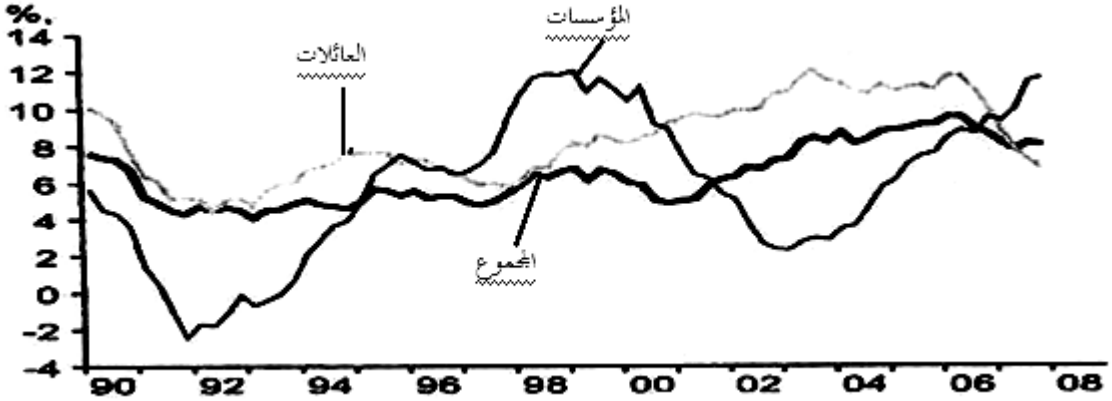
من الناحية النظرية، يمكن القول بأن أية زيادة في مخزون السيولة يؤدي إلى الزيادة في الاستهلاك ومن ثم الزيادة في معدلات التضخم، غير أن نجاعة الإجراءات التي اتخذت من طرف أغلب البنوك المركزية حالت دون ذلك، بل أدت إلى الانخفاض في معدلات التضخم، ومن ثَم اتسم الاقتصاد العالمي بنوع من الاستقرار وبعث الطمأنينة في نفوس المستثمرين ودفعهم إلى رفع معدلات الاستثمار خصوصا في الولايات المتحدة، لقد وصل الفارق في درجة المخاطرة في سنة 2000 بين الدول المصنعة والدول الناشئة عند الاستثمار في الأوراق المالية إلى 500 نقطة أساسية، أي أن هذه الأخيرة تتحمل مخاطر أكثر، غير أن هذا الفارق تقلص إلى الصفر مع بداية

(1) C.M.Reinhart &K.S.Rogoff, Is the 2007 US Subprime Financial Crisis so different? An International historical comparison, American economic review2008, p54.

(2) A.Asheraft &T.Schuuermann, Op.cit, p150.

2007، هذا الانخفاض في درجة المخاطرة أدى بالمستثمرين لبعض هذه الدول إلى البحث عن فرص الاستثمار في الأوراق المالية العالمية التي تدر عائدا معتبرا ولكن مقابل ذلك كانت مخاطر لم يحسب لها حسبان[1].

الشكل رقم(17): مخزون الديون للقطاعين العام و الخاص



المصدر: عبد القادر بلطاس، **تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمة sub-prime)**، دار النشر Légende، الجزائر2009، ص28.

وعليه فإن استقرار الاقتصاد العالمي وانخفاض معدلات التضخم ومن ثم انخفاض في معدلات الفائدة على المدى الطويل وكذا الانخفاض في درجة المخاطرة في الأوراق المالية، كل ذلك كان له انعكاسات إيجابية على قيمة الأصول العقارية خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية.

ومن المعلوم أيضا أن عملية إصدار الأوراق المالية في السوق تخضع لضوابط قانونية تشرف عليها هيئات رسمية، كما تخضع لرقابة مؤسسات متخصصة تقوم بتصنيف درجة المخاطرة للأوراق المالية التي تصدر في السوق المالية، هذا التصنيف يعطي فكرة واضحة للمستثمر عن درجة المخاطرة التي يمكن أن يتحملها عند الاستثمار في الأوراق المالية، ومن غير المستغرب أن نرى مستوى القيم المنقولة في الأوراق المالية العالمية مرتفع نظرا لتوفر كل العوامل التي تبعث على الطمأنينة بالنسبة للمستثمر.

ومهما يكن فإن الزيادة في قيمة الأصول العقارية على قيمتها في السوق وليس على قدرة المستفيد من القرض من جهة أخرى فإن الارتفاع في قيمة الأصول العقارية، وعلى الخصوص السكنات، يكون له تأثير إيجابيا على مستوى الاستهلاك نتيجة التفاؤل بارتفاع معدلات النمو وهذا ما يسمى "بأثر الدخل"، ولقد أثبتت الدراسات الأخيرة في الولايات المتحدة الأمريكية بأن الارتفاع في قيمة العقارات بـــ100 مليار دولار يؤدي إلى ارتفاع الاستهلاك بـــ2 دولار على المدى القصير و9 دولارات على المدى المتوسط والبعيد والعكس صحيح.

الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية 2008.

فيما يلي المراحل المختلفة التي مرت بها الأزمة المالية التي اندلعت في بداية 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية و بدأت تضرب أوروبا[1]:

(1) C.M.Reinhart &K.S.Rogoff, Op.cit, p59.

• **فيفري2007**: عدم سداد سلفيات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية للسداد) يتكثف في الولايات المتحدة الأمريكية وبسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات متخصصة.

• **أوت 2007**: البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.

• **22 جانفي 2008**: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخصص معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي وأفريل 2008.

• **17 فيفري 2008**: الحكومة البريطانية تؤمم بنك "نورذرن روك".

• **11 مارس 2008**: تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات.

• **16 مارس2008**: " جي بي مورغان تشيز " يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي " بير ستير نز " بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.

• **24 أفريل2008**: قام المصرف " يوبي إس " السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية.

والتي أدت إلى شطب40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول مصرف سويسري والمصنف الثالث أوروبيا، والأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة.

• **30 ماي 2008**: قال مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية إن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الاتحادي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية، وقال "كلي لوري" مساعد وزير الخارجية للشؤون الدولية أن البنك الاحتياطي والبنوك الأخرى تنسق جهودها لحماية النظام المالي من الاضطراب بعدما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار "لوري" إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر زادت عن 300 مليار دولار بسبب الأزمة، لكن تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض.

• **7 سبتمبر2008**: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك " و" فاني ماي " تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتها مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار.

• **15 سبتمبر2008**: اعترف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية "بنك أوف أمريكا " شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش" وعشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توقفت المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لا يمنع البورصات العالمية.

• **16 سبتمبر2008**: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤمنان أكبر مجموعة تأمين في العالم "أيه أي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.

---

(1) Bertrand Jacquillat, instituer de nouvelle règles gouvernance des institutions financières, revue problème économique, n°2958,Novembre2008, p 12.

• **17 سبتمبر2008**: البورصات تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي، وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

• **18 سبتمبر 2008**: البنك البريطاني"لو يد تي إس بي" يشتري منافسه "إتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس، السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.

• **19 سبتمبر2008**: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فورا حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.

• **23 سبتمبر2008**: الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماطلة حيال الخطة الأمريكية.

• **26 سبتمبر2008**: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورستين" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة يشري بنك "جي بي مرغان " منافسه واشنطن " ميو تشوال " بمساعدة السلطات الفيدرالية.

• **28 سبتمبر2008**: خطة الإنقاذ الأمريكي موضع اتفاق في الكونجرس وفي أوروبا يجري تقويم " فورتيس " من قبل السلطات البلجيكية والهولندية ولوكسمبورج، وفي بريطانيا يجري تأميم بنك " برادفورد " و" بينجلي".

• **30 سبتمبر2008**: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة "وول ستريت" تنهار، كما تراجعت البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى وفي وقت سابق خلال النهار وفي اللحظة ذاتها واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة، أعلن بنك "سيتي جروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا " بمساعدة السلطات الفيدرالية، وفي البرزيل، تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10%.

الفرع الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008.

تكمن أهم الأسباب وراء انفجار الأزمة في عدة نقاط تتمثل فيما يلي[1]:

1- اختلال التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية: فقد شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية وحدوث حالة عدم التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية وقد تمثل مظهر هذا الانحراف في حدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاظم نمو الأنشطة الخدمية والقطاعات الاقتصادية الطفيلية ذات المردود الربحي المالي والوهمي ضمن دورة إنتاجية قصيرة وليست طويلة الأجل.

2- نمو المضاربات بشكل كبير ومتنامي: إن النمو المتعاظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق

(1) د.عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية والمصرفية العالمية(أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية2009، ص(296-300).

البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة، مما تسبب لاحقا حصول عرقلة في التسديد وحصول الأزمة.

إن هروب رؤوس الأموال من الاستثمار في القطاعات الإنتاجية وإعادة استثمارها في أنشطة اقتصادية غير منتجة أهمها الاستثمار في القطاع العقاري الذي حقق نمو متسارع أدى إلى حدوث تضخم كبير في أسعاره بشكل لا يطابق السعر الاقتصادي والعادل له، وأصبح نشاط غسيل الأموال مصدر مهم في استثمار الأموال في هذا القطاع.

3- عدم شفافية ووضوح البيانات المالية وسوء الإدارة: يعتمد تقييم المشاريع المراد الاستثمار فيها وإجراءات منح البنوك للإئتمانات المصرفية لعملائها على البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالوحدات الاقتصادية، وعلى توقع ظروف السوق المحلية والعالمية، والجهة المسؤولة عن إصدار هذه البيانات من مهنة المحاسبة القانونية (الجهة الأساسية المكلفة بتقديم البيانات المالية التي تبين الوضع المالي للوحدات الاقتصادية وعن ظروف وأوضاع السوق)، وإن عدم الشفافية وعدم الوضوح في نتائج الحسابات قد تم بشكل غير مقصود وذلك لطبيعة عمل مهنة المحاسبة القانونية التي تعتمد في إنجاز أعمالها على قواعد ومبادئ ومعايير محاسبية لم يستطع من خلالها إظهار نتائج الأعمال والوضع المالي بالشكل الحقيقي وطبقا للمتغيرات الاقتصادية الجارية في السوق، أو أن التلاعب وعدم الشفافية بشكل مقصود من خلال التلاعب في نتائج الحسابات والوضع المالي من خلال إجراء بعض المعالجات القييدية التي يتم بموجبها تغيرا وإخفاءً لبعض الحقائق أو المعلومات من قبل الجهات المسؤولة عن إدارة أسواق البورصة أو مؤسسات مالية أو بنوك عن الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة.

إن عدم الشفافية أو التلاعب في البيانات تؤدي إلى إعطاء المضاربين والزبائن معلومات خاطئة عن تقييم المؤسسة، فقد تظهر المؤسسات الخاسرة رابحة والعكس.

4- تطبيقات العولمة الاقتصادية: لقد أفرز العقد الأخير من القرن السابق تربع الولايات المتحدة الأمريكية على قيادة العالم بفعل ظروف وعوامل اقتصادية وسياسية وعسكرية معينة تبنت الولايات المتحدة بموجبها لأيديولوجية عولمية يمثل جانبها الاقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية والمالية والخدمية من الناحية الوظيفية والهيكلية، واعتمدت لهذا الغرض إستراتيجيات استخدمت فيها كل وسائل الترهيب والترغيب بغرض تعميم تطبيقها عالميا.

5- نمو النشاط الاقتصادي الربوي وتراجع النشاط الاقتصادي الإسلامي: اتضح مما سبق أن النظام الرأسمالي أفرز تعاظم قوى أصحاب رؤوس الأموال وانحسارها بأيدي محددة تستطيع أن تتلاعب بمصير الاقتصاد العالمي وتسيره حسب مصالحها، أوضحت هذه الظاهرة الخطيرة تهدد المسيرة الاقتصادية العالمية.

إن الصيغة الربوية المعمول بها تمكن الجهات المرابية (أفراد أو مؤسسات) ضمن صيغة عقدية في تجميع وتراكم حجم كبير من الأموال السائلة بيدها تمكنها لاحقا من إعادة استثمارها في السوق في مجالات استهلاكية أو رأسمالية مع الجهات المستثمرة لها في السوق، واحتكار هذه الأموال السائلة بيد مجموعة من الأفراد والمؤسسات تمكنها من توجيه مسارات الاستثمار مع ما يتطابق ومصالحها الذاتية والتحكم كذلك في مسار الأنشطة التجارية في المجتمع وتنمو الاحتكارات والمضاربات، وكل هذا يتطلب اعتماد منهجية معينة يتم بموجبها تحديد الأسس

والمفاهيم الفكرية الإسلامية في مجال التمويل المصرفي والعمليات المصرفية وإقامة بنوك إسلامية تعمل وفق الشريعة الإسلامية بعيدة عن المعاملات الربوية.

6- نمو الاقتصاد الافتراضي الوهمي: يلاحظ أن الأزمة المالية هي أزمة في الاقتصاد الوهمي المبني على الثورة المعلوماتية والتكنولوجيا الاقتصادية العالمية، لقد أحدثت ثورة المعلومات وسرعة تنقلها عبر الشبكة العنكبوتية تقنية سريعة جدا تفوق قدرة البيانات بالاقتصاد العادي الحقيقي، فالاقتصاد الذي سمعنا عن انهياره في الفترة الأخيرة ما هو إلا نتيجة وجود أموال على شبكة الانترنيت الوهمية غير متداولة في أيدي الناس ولا تُمت للواقع بأي صلة، وإن فقدان السيولة لدى البنوك الأمريكية والعالمية والعربية أتى نتيجة هذه الصدمة التي أفاق العالم على ضجتها الإعلامية، فنجد في الولايات المتحدة الأمريكية أو في بعض الدول العربية مثلا أن موظفا في أي قطاع من محدودي الدخل يمتلك سيارة فخمة وفيلا فخمة كبيرة ويعيش في رفاهية نتيجة اقتراضه من البنك ويتم السداد على دفعات ميسرة جدا لا تتجاوز 5% للسيارة و10% للفيلا...مما يجعل البنك يدفع أموال طائلة وينتظر عودتها بعد مدة طويلة وهذه الأسباب قللت من السيولة لدى البنوك وبالتالي أثرت على الاقتصاد العالمي بشكل مباشر.

7 – التفاعل بين المثلث الشيطاني سعر الفائدة وبيع الديون والمقامرة: حيث ترجع أسباب الأزمة المالية العالمية إلى المدمرات الثلاث: سعر الفائدة، بيع الديون، المقامرة، فقد كشفت هذه الأزمة المالية العالمية فقاعات يحكمها الاقتصاد العالمي، فالأولى فقاعة سعر الفائدة والثانية فقاعة بيع الديون، والثالثة فقاعة المقامرة وكل منهم يرتبط بالآخر، فقد ارتبطت بوادر تلك الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي، الأمريكي منذ 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، خاصة في ظل التغاضي عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم على السداد حيث بلغت تلك القروض نحو 1.3 تريليون دولار في مارس 2007، و تفاقمت تلك الأزمة مع حلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف العديد من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم.

أما فقاعة بيع الديون فجاءت من خلال " توريق " أو " تسنيد " تلك الديون العقارية وذلك بتجميع الديون العقارية وتحويلها إلى سندات وتسويقها من خلال الأسواق المالية العالمية، وقد نتج عن عمليات التوريق زيادة في معدلات عدم الوفاء بالديون لرداءة العديد من تلك الديون مما أدى إلى انخفاض قيمة السندات المدعمة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية بأكثر من70%.

أما الفقاعة الثالثة وهي المقامرة فقد جاءت من خلال تأمين حاملي السندات العقارية على أصل تلك السندات وعوائدها لدى شركات التأمين، وقد انعكس تعثر عملاء الديون العقارية، وكذلك رداءة سندات تلك الديون بصورة مباشرة على شركات التأمين من خلال مطالبة حاملي تلك السندات شركات التأمين بتغطية خسائرهم، وكان من نتيجة ذلك أن تكبدت أكبر مؤسستين للرهن العقاري في الولايات المتحدة وهما "فاني ماي" و" فريدي ماك " خسائر بالغة أوشكا على الإفلاس ولم ينقذهما إلا تأميم الحكومة الأمريكية لهما.

كما ظهرت المقامرة جلية في هذه الأزمة من خلال المشتقات المالية التي تعتبر حقا سلاح الدمار المالي وتقوم على الاتجار في المخاطر، وتحقيق ربح لطرف على حساب خسائر مقابلة للطرف الآخر ولا يوجد فيها تسليم ولا تسلم ولا قبض للثمن بل هو تسوية لفروق الأسعار يربحها الرابحون ويخسرها الخاسرون.

8- **دور احتلال العراق في إحداث الأزمة:** من المتصور أن الرئيس بوش يتحمل بثقل المسؤولية عن الأزمة الحالية التي يعاني منها الشعب الأمريكي، والتي تسمى أزمة الرهن العقاري التي تسببت في انهيار "وول ستريت" وأدت إلى ارتفاع الكبير لأسعار النفط والغاز وهبوطها الحر بعد ذلك، و أيضا 10 مليارات دولار شهريا تؤخذ من دافعي الضرائب الأمريكان ليستمر إنفاقها بلا حدود زمنية على الحرب في العراق.

الفرع الرابع: تأثيرات الأزمة المالية العالمية 2008.

شهدت الدول الصناعية الكبرى والدول الناشئة عدة تأثيرات على جميع المستويات بسبب الأزمة المالية العالمية الأخيرة نوجزها فيما يلي:

1- الدول الصناعية الكبرى[1]:

لأزمة القروض العقارية تداعيات خطيرة على الدول المصنعة، فقد انتشرت هذه الأزمة إلى الأسواق المالية (البورصات) ألحقت أضرارا كبيرة بالقيم المنقولة المتداولة في السوق إذ فقدت أغلب المؤشرات المالية أكثر من 10% في بعض التداولات في البورصات الأمريكية، الأوروبية والأسيوية وكذلك البورصات العربية وأمريكا الجنوبية.

الجدول رقم (22): النتائج المالية لأكبر البنوك الأمريكية والأوروبية

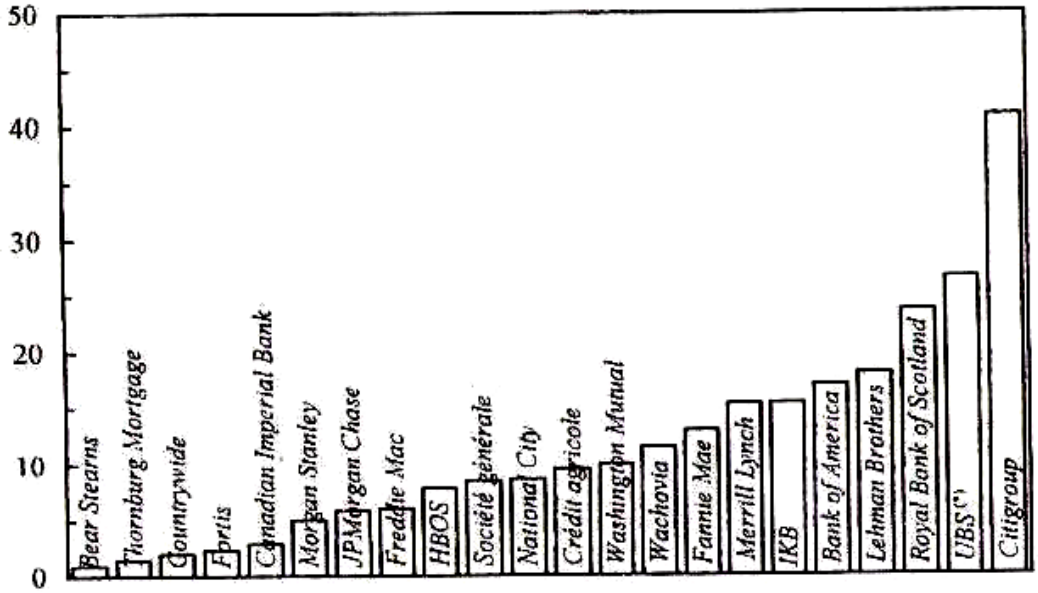
	النتائـــــــج %			الاختلافات %
	الثلاثي الرابع 2007	الثلاثي الثالث 2007	الثلاثي الثالث 2006	الثلاثي الثالث 2007-2006
كبرى البنوك الأمريكية (مليار دولار)				
Bank of America	3.3	3.7	5.44	-32.0
Goldman Sachs	3.22	2.85	1.59	79.0
JP Morgan	3	3.3	3.24	2.0
Citigroup	-9.83	2.4	5.58	-57.0
Merill Lynch	-7.8	-2.24	3.00	-174.7
كبرى البنوك الأروبية(مليار أورو)				
UBS	-7.57	-0.495	1.40	-135.4
Société Générale	-3.53	1.12	1.27	-11.8
Deutsche bank	0.77	1.4	1.20	16.7
Fortis banque	-	0.8	0.90	-11.1
BNP Paribas	1.0	2.03	1.68	20.8
Crédit agricole	-	0.95	1.15	-17.4

المصدر: د. عبد القادر بلطاس، **تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمةsub-prime)**، دار النشر Légende، الجزائر2009، ص63.

(1) د.عبد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص(63-64).

كما أدت هذه الأزمة إلى إفلاس كثيرا من البنوك والمؤسسات المالية الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا الأمر الذي تطلب تدخل الدول المعنية لإنقاذها، كما أثرت هذه الأزمة بشكل سلبي على الاقتصاد الحقيقي، إذ أدت إلى الانكماش في النشاط الاقتصادي في أغلب هذه الدول، وأدت إلى ارتفاع في معدلات البطالة وغلق المؤسسات والمصانع، مجمل الخسارة الناجمة عن تداعيات الأزمة تقدر بآلاف المليارات من الدولارات.

الشكل رقم (18): إعادة رسملة البنوك المتعثرة. **(مليار دولار).**



المصدر: عبد القادر بلطاس، **تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمةsub-prime)**، دار النشر Légende، الجزائر2009، ص64.

بريطانيا أول الدول الأوروبية تعلن انكماش اقتصادها جراء الأزمة المالية العالمية منذ حوالي 80 عاما، هذا الإعلان زاد الأسواق المالية رعبا، إثر ذلك تبين أن أغلب الدول الأوروبية اقتصاداتها أصبحت تعاني من الانكماش وهذا خلال الفصل الرابع من سنة 2008، كما هبطت مؤشرات البورصات في كل من آسيا وأوروبا في يوم الجمعة الأسود ما بين 8% و10% في حين اضطرت البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية إلى غلق تعاملاتها بعدما انخفض مؤشر داو جونز بـــ550 نقطة في العقود الآجلة، بحيث فاقت الخسارة في شهر أكتوبر لوحده عشرة آلاف مليار دولار.

وكنتيجة لكل ذلك أعلن 16 مصرفا من أكبر المصارف الأمريكية سواء بالإفلاس أو العجز، الأمر الذي جعل تدخل الخزانة الفيدرالية أمرا محتوما وذلك بشراء الأسهم عديمة الفائدة.

أما في أوروبا فقد تهاوت أيضا تحصينات القلاع المصرفية وتدخلت الحكومات بضخ بلايين من اليورو والعملات لعل ذلك يجدي نفعا، ولقد تبين أن احتياجات البنوك فاقت أربعة تريليون دولار وأن أغلب البنوك لم تصبح تثق ببعضها البعض وهذا أدى إلى الامتناع عن تغذية الشرايين المالية، ورفع سقف أسعار الفائدة، حيث انعكس ذلك على النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

لقد طرحنا فيما سبق أن الأزمة الحالية قد بدأت وانتشرت في القطاع المالي، وسرعان ما انتقلت كما هو متوقع إلى بقية القطاعات الاقتصادية وعلى رأسها القطاع الإنتاجي، فالانكماش في قدرة البنوك على الاقتراض، يعني انكماشا في مصادر تمويل الشركات الصناعية والإنتاجية فهي تحتاج دائما إلى سيولة ائتمانية، لتغطية مصروفاتها، وللإنفاق على تطوير وتوسيع إنتاجها، ويؤدي ذلك الانكماش بالضرورة إلى تقليص الأنشطة، في حالة الشركات الكبرى (إغلاق مصانع أو وقف مشروعات التوسع) وإلى إفلاس الشركات الأصغر، غير القادرة على مواجهة العاصفة المالية، وهو ما يؤدي بدوره إلى زيادة مطردة في حجم البطالة، حيث تتخلص الشركات العملاقة من العمالة لتقليص الإنفاق، وتؤدي الزيادة في البطالة بالطبع إلى انخفاض حاد في القدرة الشرائية، وبالتالي في استهلاك السلع التي تنتجها الشركات، والشركات بالطبع لا يمكنها أن تستمر في الإنتاج إن لم تضمن وجود من يشتري منتجاتها، وقد أعلنت كبرى الشركات الصناعية في مجالات صناعة السيارات والالكترونيات والحديد والأسمنت عن خسائر كبرى في الربع الثالث من عام 2008، مع توقعات بمزيد من الخسائر في الفترة القادمة، وهذا بدوره لن يؤدي إلا إلى المزيد من البطالة، وانخفاض في القدرة الشرائية للمستهلكين.

وكما هي العادة في كل من الأزمات الرأسمالية، فالعمال والفقراء هم من يتحملون العبء الأكبر من تبعات الأزمة، فالعامل الأمريكي أو الأوروبي يفقد بيته لأنه غير قادر على دفع أقساط الرهن العقاري، ويفقد القدرة على الاقتراض من البنوك التجارية، وفي النهاية يفقد وظيفته لينضم إلى جيش العاطلين.

2- الدول الناشئة والدول النامية[1]:

تبنت غالبية الحكومات في الدول النامية خلال العقدين الماضيين السياسات الاقتصادية المعروفة باسم "الليبرالية الجديدة" بهدف ربط اقتصادياتها بالمراكز الرأسمالية الكبرى، من خلال جذب الاستثمارات الأجنبية والإنتاج التصديري وتحرير السوق من خلال الخصخصة وتحرير أسواق السلع والعقارات والخدمات وتقليص دور الدولة في الاقتصاد بشكل عام، كانت نتيجة تلك السياسات الكارثية، كما تعرف عملية نهب منظمة لحقوق ومكتسبات الأغلبية من السكان والفلاحين والفقراء لصالح كبار المستثمرين المحليين والشركات متعددة الجنسيات، كانت إحدى النتائج الأخرى الرئيسية لتلك السياسات هي إدماج غالبية الدول في المنظومة المالية والاقتصادية العالمية، وبالتالي تعريضها بشكل دائم لتقلبات وأزمات وفوضى تلك المنظومة.

وكما رأينا في أزمة 1997- 1998 التي بدأت في جنوب شرق آسيا، وامتدت إلى روسيا والبرازيل وغيرها من "الأسواق الناشئة" فالاستثمارات الأجنبية تنسحب بسرعة البرق من تلك الأسواق عند أول إشارة للأزمة، وسرعان ما تتعرض عملات وبورصات تلك الدول للانهيار بفعل مزيج من الذعر والمضاربة من قبل كبار المستثمرين، واعتماد تلك الدول على التصدير يفترض استقرار الاستهلاك والنمو في الدول الرأسمالية الكبرى ويفترض أيضا القدرة على توجيه الاستثمارات الصناعية نحو إنتاج السلع التي يزداد عليها الطلب في السوق العالمية، في ظل منافسة شرسة بين الدول النامية التي ينتج الكثير منها السلع نفسها، هذه الافتراضات سرعان ما ينكشف قصورها في ظل الفوضى في السوق الرأسمالي العالمي، وهكذا رأينا في 1997-1998 موجة الانهيارات في

(1) سامح نجيب، الأزمة الرأسمالية العالمية:الزلزال والتوابع، مركز الدراسات الاشتراكية، مصر2008، ص(9-10).

جنوب شرق آسيا كان أعنفها في اندونيسيا، التي وصلت نسبة البطالة فيها إلى 40% وانهارت عملتها وبورصتها، وآثار الأزمة رغم ضراوتها، ورغم الجوع والفقر والتشريد التي تتسبب فيها، تعتبر محدودة للغاية، إذ ما قارناها بما نواجهه اليوم فقد تركزت تلك الأزمة في مناطق بعينها، وكان تأثيرها محدودا في كبرى مراكز التركز الرأسمالي العالمي، لكن الأزمة هذه المرة قد أصابت قلب النظام الرأسمالي نفسه ولن ينجو أحد من تبعاتها.

لقد بدأت آثار الأزمة بالفعل على اقتصاديات الدول النامية حتى أقواها وهي الصين، فرأس المال الأجنبي، أي الشركات المتعددة الجنسيات قامت بعملية هروب كبير من الأسواق الناشئة وازدادت مؤشرات انهيار البورصات، فحتى بورصة " شنغهاي " الصينية فقدت أكثر من 50% من قيمتها في الشهور الثماني الأولى من عام 2008 وتم سحب ما يقارب 80 مليار دولار من الأسواق الناشئة بين جوان وديسمبر الماضيين، وقد قدرت مؤسسة " مورجان ستانلي" المالية أن التدفقات المالية إلى الدول النامية ستنخفض خلال 2009 بما يتجاوز 200 مليار دولار بما سيزيد من العجز في ميزان المدفوعات لأكثر من 80 دولة في العالم الثالث.

إلى جانب الهروب الكبير للاستثمارات الأجنبية، هناك الانكماش الأكبر لصادرات الدول النامية، التي تعتمد معظمها على أسواق الدول الرأسمالية الكبرى، ومن أحد التأثيرات الهامة للأزمة الحالية انهيار عملات الكثير من الدول فقد انخفضت قيمة عملات البرازيل والمجر وأوكرانيا واندونيسيا بنسب تتراوح بين 20% و50% وكذلك حدوث تضخم في أسعار السلع الأساسية التي تستوردها الدول النامية، ونظرا لأن معظم الدول النامية تعتمد على تصدير السلع الغذائية والمواد الخام وانهيار أسعارها خلال الأزمة الراهنة أدى إلى انهيار قيمة صادراتها.

الفرع الخامس:الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة محليا ودوليا.

ولتوضيح مدى فداحة وجسامة الآثار والتداعيات المترتبة على الأزمة المالية العالمية الأخيرة فإننا نورد فيما يلي الجهود التي بذلت لمواجهة هذه الآثار والتداعيات بالإضافة إلى تصريحات بعض المسؤولين الدوليين وما أسفرت عنه اجتماعاتهم عقب وقوع الأزمة كما يلي[1]:

1- في 2008/10/8 قامت سبعة بنوك مركزية عالمية، على رأسها البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي، بخطوة كبرى إذ قررت بالتشاور فيما بينها وبشكل غير متوقع خفض معدلات فائدتها الرئيسية إلى 0.5 %، كما أعلنت الحكومة البريطانية عن خطة تأميم جزئي لثمانية من أكبر البنوك البريطانية، وذلك من خلال ضخ 50 مليار جنيه إسترليني على شكل قروض قصيرة الأجل و200 مليار جنيه إسترليني أخرى لضمان القروض بين البنوك، كذلك وافق البنك المركزي الأوروبي وبنك انجلترا المركزي والبنك الوطني السويسري على ضخ 90 مليار دولار لدعم النظام المالي العالمي... وأكد تقرير أمريكي أن البورصات العالمية خسرت نحو 14.3 تريليون دولار خلال 12 شهرا الماضية، وأنه خلال ثلاثة أسابيع من تفجر الأزمة في منتصف سبتمبر 2008 تكبدت البورصات العالمية نحو 4.6 تريليون دولار...

(1) د. صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة: الأزمات المالية والاقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص(29-32).

وأكد رئيس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أن اقتصاد بلاده ينتظر المزيد من الآلام مع زيادة مخاطر النمو الاقتصادي، وتوقع استمرار تقلص النشاط الاقتصادي خلال العامين 2008 و2009، خاصة في ظل ارتفاع معدل البطالة، وصعوبة الحصول على قروض ائتمانية، وانهيار أسعار الأسهم.

2- في 2008/10/10 اجتمع وزراء مالية الدول الصناعية السبع في واشنطن حيث تعهدو بالعمل معا لإعادة الاستقرار إلى أسواق المال العالمية، و استعادة التدفقات النقدية، و دعم النمو الاقتصادي العالمي... وحدد الوزراء خمس خطوات وإجراءات يتعين تنفيذها لمواجهة الأزمة المالية القائمة وهي:

- اتخاذ إجراءات حاسمة، واستخدام كل الأدوات المتوافرة لديهم لدعم المؤسسات المالية ذات الأهمية ومنع إفلاسها.
- اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحرير الأسواق المالية، والتأكد من توفر السيولة ورؤوس الأموال اللازمة لها.
- العمل على أن تتمكن البنوك وغيرها من المؤسسات الوسيطة الكبرى في حالة الضرورة من جمع رأس المال من المصادر العامة والخاصة و بمبالغ كافية لإعادة الثقة ورؤوس الأموال اللازمة لها.
- العمل على أن تكون البرامج الوطنية لضمان الودائع المصرفية متينة ومتجانسة بما يسمح للمودعين الصغار من مواصلة ثقتهم في سلامة ودائعهم.
- اتخاذ قرارات في الوقت المناسب لإنعاش سوق الرهن العقاري وغيرها من الأسواق ومن الضروري إجراء عمليات تقييم دقيقة وكثير من معلومات شفافة.

وأعلن صندوق النقد الدولي عن مساندته و دعمه لخطة العمل الخماسية السابقة للتصدي للأزمة المالية العالمية، ووقف التدهور في الأسواق المالية العالمية.

كذلك فإنه في نفس التاريخ 2008/10/10 عقدت دول منطقة اليورو اجتماع قمة في باريس، وأعلنت استعدادها لضمان عمليات إعادة تمويل البنوك حتى نهاية عام 2009، مؤكدة أن في وسعها التدخل بعدة وسائل لدعم جميع الأموال للمصارف من خلال تقديم ضمانات أو تأمينات أو تدابير مماثلة، وأنه سيكون في وسع حكومات دول منطقة اليورو تبادل أسهم مشكوك فيها مقابل سندات رسمية وذلك حتى نهاية عام 2009.

3- في 2008/10/16 وافق مجلس الاتحاد الأوروبي على تشكيل " هيئة طوارئ " لتبادل وتقييم المعلومات تحت مسمى (خلية الأزمة المالية) حيث سيكون بمقدور الأعضاء الـــ 27 الرجوع إليها في أي وقت، على أن تزود الرئاسة الدورية للإتحاد الأوروبي ورئيس البنك المركزي الأوروبي ورئيس المفوضية الأوروبية بمعلومات فورية وسرية حول المستجدات كما أوصى القادة الأوروبيين بضرورة تعزيز الإشراف على القطاع المالي الأوروبي.

4- في 2008/10/21 اجتمع البرلمان الأوروبي في "ستراسبورغ"، ودعا الرئيس الفرنسي إلى:

- تشكيل" حكومة اقتصادية " واضحة المعالم في منطقة اليورو تعمل إلى جانب البنك المركزي الأوروبي لمواجهة الأزمة المالية العالمية.
- إنشاء صناديق سيادية في كل دول الاتحاد للأوروبي.
- الحيلولة دون بيع الشركات المنهارة لأطراف أجنبية.

- عقد اجتماع لرؤساء دول وحكومات الاتحاد الأوروبي للتحضير للقمم العالمية المفترض عقدها خلال الفترة المقبلة لبحث الأزمة المالية العالمية.
- ضرورة طرح أوروبا لفكرة إعادة تنظيم الرأسمالية العالمية، مشيرا إلى أن ما حدث ليس إدانة لاقتصاد السوق بل خيانة لقيم الرأسمالية.

5- في 2008/10/24 عقدت القمة الآسيوية الأوروبية في بكين بمشاركة (43) دولة لبحث المشاكل المترتبة على الأزمة المالية العالمية، وتعهد قادة الدول الآسيوية الأوروبية بإجراء إصلاحات كبيرة وفعالة للنظام المالي والنقدي العالمي، وإطلاق المبادرات المناسبة في هذا المجال بشكل عاجل، وذلك بالتشاور مع جميع الجهات المعنية والمؤسسات المالية الدولية ذات العلاقة.

6- في 2008/11/14 انطلقت في واشنطن اجتماعات مؤتمر قمة أسواق المال والاقتصاد العالمي بمشاركة قادة دول وحكومات مجموعة (20) بهدف بحث سبل مواجهة الأزمة المالية العالمية الطاحنة، وركزت المناقشات على خمس قضايا لإمكانية التوصل إلى اتفاق حول تفاهم مشترك للجذور المسببة للأزمة الحالية و هي:

- مراجعة الخطوات التي اتخذتها دول العالم لمواجهة الأزمة
- بحث مجموعة من مبادئ مشتركة لتقليل حدوث أزمات مماثلة في المستقبل
- بحث اتفاقية لخطة عمل تحدد إجراءات تنفيذية محددة
- تقديم مجموعة من التوصيات لدراستها في اجتماعهم المقبل.

7- في 2008/11/15 انعقدت في واشنطن قمة مجموعة العشرين للدول الصناعية والناشئة واعتراف القادة المشاركون بأن الأزمة الراهنة هي الأسوأ منذ الركود الاقتصادي الكبير عام 1929، وتعهدوا بالعمل معا لمنع حدوث انهيار في المستقبل وسط انقسامات بشأن المدى الذي ذهبت إليه إصلاحات السوق المالية، وأوضح البيان الختامي الذي صدر عن القادة المشاركين خطة العمل من جزأين:

➢ الأول ينص على مبادئ تنشيط الاقتصاديات الوطنية، والتعاون الدولي في ضبط النظام المالي الدولي، فضلا عن رفض الإجراءات الحمائية، وإصلاح المؤسسات المالية العالمية لمساعدة الدول الفقيرة.

➢ الثاني إعداد (خطة تحرك) تضع خطوات لدعم الشفافية واستعادة الثقة في الأسواق، فضلا عن تحسين ضوابط العمل بها، كذلك تم تكليف وزراء مالية مجموعة الـــ(G20) بوضع توصيات محددة لمراجعة قواعد المحاسبة الدولية، وتحسين أداء سبل تقديم الشركات لأصولها، مع التأكيد على مبادئ اقتصاد السوق والتجارة الحرة، ونظم الاستثمار إلى جانب أسواق مالية تخضع لضوابط فعالة وضرورية من أجل النمو الاقتصادي والحد من الفقر.

المبحث الثالث: آليات مواجهة الأزمات المالية من طرف صندوق النقد الدولي.

عمل صندوق النقد الدولي منذ إنشائه على المحافظة على النظام المالي، كما حاول دائما التكيف مع المستجدات التي تطرأ عليه، إلا أن قضية مجابهة الأزمات المالية قد أثقلت كاهله.

المطلب الأول: دور صندوق النقد الدولي في تقوية النظام المالي والنقدي الدولي.

سيتم التطرق في هذا الإطار إلى دور صندوق النقد الدولي في بناء نظام مالي أقوى وإلى تقوية القطاعات المالية.

الفرع الأول: بناء نظام مالي عالمي أقوى[1].

إن العولمة، من خلال ما تحققه من زيادة في حجم تدفقات رؤوس الأموال الدولية وسرعة حركتها، قد أدت إلى زيادة مخاطر الأزمات المالية، وفي الوقت ذاته نشأت مخاطرة أخرى، وهي أن البلدان منخفضة الدخل التي لم تستفد استفادة كبيرة من العولمة، ستزداد تخلفا عن الركب في الوقت الذي ترتفع فيه مستويات المعيشة في البلدان الأخرى.

كانت الأزمات المالية في الأسواق الناشئة في منتصف وأواخر التسعينات تذكرة بالمخاطر المرتبطة بالعولمة حتى بالنسبة للاقتصاديات التي حققت استفادة هائلة من ورائها والتي تدار إدارة جيدة من جوانب متعددة، فالاقتصاديات التي تضررت من الأزمة الأسيوية في الفترة 1997 -1998 على وجه الخصوص كانت قد حققت طوال عدة عقود مكاسب ضخمة من التجارة الدولية التي تزداد تكاملا يوما بعد يوم.

ولقد كشفت الأزمات عن وجود جوانب ضعف في سياسات البلدان التي أصابتها الأزمة، بل وعن ثغرات في النظام المالي الدولي نفسه.

ومن أجل الحد من مخاطر وقوع الأزمات المالية في المستقبل ودعم إمكانية الحل السريع لما يقع منها، يعمل صندوق النقد الدولي على تقوية النظام النقدي المالي الدولي بالتعاون مع حكومات البلدان الأعضاء والمنظمات الدولية الأخرى والهيئات التنظيمية والقطاع الخاص.

الفرع الثاني: تقوية القطاعات المالية.

في عام 1999 بدأ الصندوق والبنك الدولي عمليات تقييم مشتركة للقطاعات المالية في البلدان الأعضاء، للمساعدة في تحديد جوانب الضعف الفعلية والمحتملة.

ومنذ ذلك الحين، قامت فرق من الصندوق والبنك الدولي، بمساعدة خبراء من البنوك المركزية والهيئات التنظيمية المالية في عموم الحالات، لتقييم النظم المالية في عدد من البلدان الأعضاء، ويجري تقديم هذه التقييمات إلى البلدان المعنية لتكون مرشدا لها فيما ينبغي اتخاذه من إجراءات، ويعمل خبراء الصندوق أيضا من الحكومات الوطنية والمؤسسات الدولية الأخرى لتحقيق ما يلي:

- تقوية الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية للبنوك.

---

(1) http:www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/ara/what.htm.

- مراجعة الحد الأدنى لرأس المال الإلزامي لدى البنوك والمؤسسات المالية.
- وضع مجموعة أساسية من المعايير المحاسبية الدولية.
- تجنب نظم أسعار الصرف الحساسة لأي هجوم.
- ضمان تدفق البيانات المالية إلى الأسواق بحرية أكبر وفي الوقت المناسب.
- الانتهاء من وضع مجموعة من المبادئ الأساسية لحسن التنظيم والإدارة في قطاع الشركات، وبالمثل يتعاون صندوق النقد الدولي مع لجنة بازل للرقابة المصرفية من أجل تحسين المعايير التنظيمية.

المطلب الثاني: معايير ومواثيق الممارسات السلمية المقبولة دوليا[1].

تستطيع البلدان طمأنة المجتمع الدولي لسلامة سياستها وممارستها بإتباع معايير ومواثيق الممارسات السليمة المقبولة دوليا، أما البلدان التي لا تتبع هذه المعايير والمواثيق الدولية، فيمكنها الاسترشاد بها في تقوية نظمها المعتمدة.

وقد عمل صندوق النقد الدولي على وضع المعايير الطوعية في مجالات تخصصه، وذلك بالتعاون مع منظمات دولية أخرى في بعض الحالات، مثل بنوك التسويات الدولية والبنك الدولي.

ومن بين هذه المعايير ما يتصل بالممارسات الإحصائية في البلدان الأعضاء ومواثيق الممارسات السليمة في مجال سياسات المالية العامة والسياسات النقدية والمالية، والمبادئ التوجيهية التي تستهدف تقوية القطاع المالي مثل معايير الرقابة والتنظيم في الجهاز المصرفي.

وتكمل عمل الصندوق في هذا الميدان جهود بنك التسويات الدولية والبنك الدولي وغيرها من الهيئات المعنية بوضع المعايير الدولية في مجالات مثل المحاسبة ومراجعة الحسابات، والإفلاس، والتنظيم والإدارة في قطاع الشركات، وتنظيم أسواق الأوراق المالية، ونظم الدفع والتسوية.

ولمساعدة البلدان في تقدير مدى امتثالها لهذه المعايير، بدأ خبراء الصندوق في عام 1999، بالتعاون مع حكومات البلدان المعنية، في إعداد تقارير قطرية تجريبية حول موضوع مراعاة البلدان للمعايير والمواثيق، مع التركيز أساسا على المجالات التشغيلية التي تهم الصندوق بشكل مباشر، و قد قامت بلدان عديدة بنشر هذه التقارير على أساس طوعي.

الفرع الأول: تشجيع الانفتاح ونشر البيانات.

يعتبر نشر معلومات حديثة يعتد بها وكذلك معلومات عن السياسات الاقتصادية والمالية والممارسات المتبعة وكيفية صنع القرار في مختلف البلدان مطلبا لازما لمساعدة المستثمرين في إصدار أحكام صحيحة، ولتمكين الأسواق من العمل بكفاءة ويسر.

وفي أعقاب الأزمة المكسيكية في الفترة 1994- 1995، استحدث صندوق النقد الدولي في عام 1996 معيارا خاصا لنشر البيانات لإرشاد البلدان القادرة على دخول أسواق رأس المال الدولية والأخرى التي قد تسعى لدخولها في نشر البيانات الاقتصادية والمالية للجمهور.

---

(1) http:www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/ara/what.htm.

وتوافق البلدان المشتركة في هذا النظام على نشر بيانات مالية واقتصادية وطنية مفصلة، في ذلك بيانات الاحتياطيات الدولية والدين الخارجي، حسب جدول زمني معلن.

وقد أنشأ أيضا في عام 1997 نظام لنشر البيانات لإرشاد البلدان التي لم تسمح ظروفها بعد بالاشتراك في المعيار الخاص لنشر البيانات والتي تحتاج إلى تحسين نظمها الإحصائية.

الفرع الثاني: الشفافية والمساءلة في صندوق النقد الدولي.

إن الشفافية، سواء من جانب البلدان الأعضاء في الصندوق أو الصندوق نفسه، فهي تساعد على تحسين الأداء الاقتصادي بطرق متعددة، فزيادة انفتاح البلدان الأعضاء تشجع الجمهور على تحليل سياسات هذه البلدان في نطاق أوسع وبالاستناد إلى معلومات أدق، وتزيد من مساءلة صانعي السياسات ومن مصداقية السياسات المنتهجة، كما توفر للأسواق المالية معلومات تمكنها من العمل بنظام وكفاءة.

أما زيادة الانفتاح والوضوح من جانب الصندوق فيما يتعلق بسياساته والمشورة التي يقدمها لأعضائه، فمن شأنها الإسهام في عقد مناقشات مستنيرة بشأن السياسات، وتحقيق فهم أفضل لدور الصندوق وعملياته، ومن خلال إتاحة الفرصة للجمهور العريض كي يتناول تفاصيل المشورة بالفحص والنقاش، ويمكن أن يعمل الصندوق أيضا على الارتقاء بمستوى التحليل لديه.

ومنذ منتصف التسعينات، حدثت زيادة هائلة في حجم المعلومات التي ينشرها الصندوق (عن أنشطة وسياساته وأنشطة وسياسات البلدان الأعضاء) لاسيما في موقعه على شبكة الانترنيت، فنشرات المعلومات المهمة، على سبيل المثال، التي تم نشرها في ختام مشاورات المادة الرابعة من حوالي 80% من البلدان الأعضاء في 1999-2000 تلخص مناقشات المجلس التنفيذي وتقدم الخلفية التي تستند إليها المشاورات،كذلك تقوم الحكومات المعنية بإصدار خطابات نوايا في حوالي 80% من البرامج، وفي أفريل 1999، بدأ المجلس التنفيذي مشروعا للنشر الطوعي لتقارير خبراء الصندوق في إطار مشاورات المادة الرابعة، ووافق حوالي ستون بلدا على هذا النشر على مدى الثماني عشر شهرا التالية.

وفي نوفمبر 2000 حل محل هذا المشروع التجريبي سياسة للنشر تنص على النشر الطوعي(أي رهنا بموافقة البلد المعني) لكل من تقارير مشاورات المادة الرابعة والتقارير الخاصة باستخدام البلدان الأعضاء لموارد الصندوق.

الفرع الثالث: إشراك القطاع الخاص في منع وقوع الأزمات وحلها.

يسهم القطاع الخاص بالنصيب الأكبر في التدفقات المالية الدولية، وهنا تبرز أهمية الدور الذي يمكن أن يؤديه القطاع الخاص في المساعدة على منع وقوع الأزمات المالية وحلها إذا وقعت.

ويمكن منع حدوث الأزمات والحد من مدى تقلب التدفقات الخاصة عن طريق تحسين عمليات تقييم المخاطر والدخول في حوار أعمق وأكثر تواترا بين البلدان والمستثمرين من القطاع الخاص، فمثل هذا الحوار يمكن أن يزيد من مشاركة القطاع الخاص في حل الأزمات عند حدوثها، وذلك بأساليب تتضمن إعادة هيكلة الدين الخاص.

ويمكن لكل من الدائنين والمدينين الاستفادة من مثل هذا الحوار، كذلك إشراك القطاع الخاص في منع وقوع الأزمات وحلها من شأنه أن يساعد أيضا في الحد من"الخطر الأخلاقي" أي إمكانية أن ينجذب القطاع الخاص إلى الدخول في عمليات إقراض غير مضمونة من منطلق الثقة في أن الخسائر من جانب صندوق النقد الدولي.

ويعمل صندوق النقد الدولي ذاته على تعزيز حواره مع الأطراف المشاركة في السوق، من خلال تشكيل المجموعة الاستشارية المعنية بأسواق رأس المال، والتي اجتمعت للمرة الأولى في سبتمبر 2000.

وتمثل هذه المجموعة محفلا للاتصال المنظم بين المشاركين في أسواق رأس المال الدولية وإدارة الصندوق وكبار موظفيه حول القضايا ذات الاهتمام المشترك، بما في ذلك التطورات الاقتصادية العالمية وتطورات السوق وتدابير تقوية النظام المالي العالمي، غير أن المجموعة لا تناقش المسائل السرية المتعلقة ببلدان بعينها.

وعند وقوع الأزمات، ينتظر من البرامج المدعمة بموارد الصندوق أن تكون قادرة على استعادة الاستقرار، في معظم الحالات، استنادا إلى ما توفره من تمويل رسمي وتعديل في السياسات، وما يرتبط بذلك من زيادة في ثقة المستثمرين من القطاع الخاص.

ومع ذلك، فقد يتطلب الأمر اتخاذ إجراءات أخرى في حالات معينة، مثل إعادة الهيكلة المنسقة للديون من جانب الدائنين التابعين للقطاع الخاص، وقد اتفق أعضاء صندوق النقد الدولي على بعض المبادئ للاسترشاد بها في عملية إشراك القطاع الخاص في حل الأزمات، غير أن هذه المبادئ تتطلب مزيدا من التطور وينبغي توخي المرونة عند تطبيقها على الحالات المختلفة لفرادى البلدان.

المطلب الثالث: آليات صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات المالية.

عمل صندوق النقد الدولي على وضع العديد من الآليات من أجل الكشف عن مسببات الأزمات المالية و معالجتها للخروج بسلامة من تأثيرات الأزمة أو على الأقل التقليل من حدتها.

الفرع الأول: تتبع صندوق النقد الدولي لمسار الدين في ظل الأزمات المالية[1].

نظرا للدور الحاسم الذي يلعبه الدين في كثير من الأزمات وما الذي يفعله صندوق النقد الدولي حاليا لتقدير مستويات الدين، خاصة إذا كانت تنطوي على مخاطر أو قابلة للاستدامة ؟

وكجزء من مهام موظفي صندوق النقد الدولي في رصد الاقتصاديات حول العالم فإنهم يقومون بإعداد ما يلي:

- إسقاطات متوسطة الأجل لميزان المدفوعات والتطورات المالية وهو قوام عمل صندوق النقد الدولي اتجاه البلدان الأعضاء، وخاصة كجزء من برنامج الصندوق للإقراض.
- تقديرات للحساب الجاري متوسط الأجل، واستدامة الصرف الحقيقي، لما لذلك من تأثير على استدامة الدين العام والخارجي، وخاصة حين يكون هناك دين كبير مسمى بعملة أجنبية.

(1) كريستينا ديسكينج، مواجهة الأزمات، مجلة التمويل والتنمية العدد04، ديسمبر 2002، ص(13-14).

• وإجراء تقديرات بشأن استقرار القطاع المالي، وهي إضافة أحدث لمهام صندوق النقد الدولي، وهي تساعد على تحديد تعرض القطاع المالي لمختلف الصدمات، مع احتمال حدوث تداعيات مهمة على المسؤوليات غير المتوقعة للحكومة.

واستنادا إلى هذه العناصر، قام صندوق النقد الدولي مؤخرا بإنشاء إطار قياسي لتقوية قابلية الدين للاستدامة، ويستكشف الإطار كلاً من الاستدامة المالية والخارجية للدين، ويركز على إسقاطات الخط القاعدي المتوسط الأجل لصندوق النقد الدولي بالنسبة لاقتصاد بلد ما، وبالإضافة إلى إسقاطات خط القاعدة المتعلقة بالدين العام والخارجي، يتضمن الإطار مجموعة قياسية من اختبارات الحساسية التي تولد ديناميات الدين وفقا لافتراضات.

وتتم معايرة هذه الافتراضات البديلة على أساس التاريخ الخاص لكل بلد، كما يتراءى في متوسطات وتقلب المتغيرات ذات الصلة في الماضي.

ويمكن أن يكون الإطار الجديد مفيدا في ثلاثة مواقف مختلفة، فبالنسبة للبلدان التي تعاني من مديونية مرتفعة بصورة معتدلة ولكنها لا تواجه أزمة وشيكة، يمكن أن يساعد الإطار على تحديد مختلف أنواع التعرض للمخاطر أي كيف يمكن للبلد أن يضل طريقه إلى " أرض الإعسار"، وبالنسبة إلى البلدان التي تكون على حافة أزمة أو في خضمها، وتعاني من ضغط شديد يتسم بتكاليف اقتراض مرتفعة أو الافتقار إلى فرص الوصول إلى الأسواق، فإن الإطار يمكن أن يستخدم لبحث إمكانية استخدام ديناميات تحقيق استقرار الدين الموضحة في إسقاطات البرنامج، وأخيرا فإنه عقب التخلف عن الوفاء بالدين، يمكن استخدام الإطار لاستكشاف ديناميات الدين التي تعقب إجراء إعادة هيكلة محتملة، وكان أداء صندوق النقد الدولي في ظل أزمة تركيا 1999 كما يلي[1]:

أجرى الاقتصاديون في صندوق النقد الدولي اختبارات حساسة حول تعرض تركيا لمخاطر خارجية، وفقا لما ارتئ في وقت التصديق على ترتيبات صندوق النقد الدولي في 1999، و بموجب برنامج الدعم الذي وضعه صندوق النقد الدولي، قدَر أن الدين الخارجي معرض للزيادة بنسبة 10% من الناتج القومي الإجمالي، رغم أن الكثير من هذه الزيادة تقابله زيادة في احتياطات البنك المركزي، بحيث ظل صافي الدين الخارجي ثابتا إلى حد ما (و الوقع أنه انخفض بمقدار 2% من الناتج القومي الإجمالي بين عامي 1998 و1999)، غير أن نسبة الدين ارتفعت بالفعل بنحو 30% من الناتج القومي الإجمالي، فكيف أخطأ موظفو صندوق النقد الدولي بهذا الهامش الكبير؟ لقد كان المصدر الرئيسي للخطأ هو العجز التجاري الذي زاد خلال الفترة 1990- 2000 بنحو 6% من الناتج القومي الإجمالي عما كان متوقعا، وقد عكس ذلك جزئيا الارتفاع الشديد في أسعار النفط، ولكنه عكسها أيضا ضعف تقدير استجابة الواردات لارتفاع الدخل، وزاد خروج تركيا غير المتوقع من سعر الصرف المرتبط بعملة أخرى في بداية عام 2001 مستويات الدين إلى حد كبير.

ماذا كان يمكن للإطار أن يتكهن به؟ كان يمكن باستخدام متوسطات الأعوام الخمسة للمؤشرات الرئيسية تقدير أن صافي ذلك الدين يمكن أن يزداد بمقدار 6% من الناتج القومي الإجمالي، بدلا من أن ينخفض

(1) نفس المرجع، ص14.

بمقدار 2% من هذا الناتج المقدر بموجب البرنامج، وأهم من ذلك أن تجارب الحساسية كان يمكن أن تلقي الضوء على مخاطر الإسقاطات.

ومما يذكر بوجه خاص أن النتيجة المتمثلة في زيادة نسبة الدين بمقدار 8% من الناتج القومي الإجمالي خلال الفترة بين عامي 1998 و2000 (قبل خفض قيمة العملة) كانت خلال صدمتي الانحراف المعياري الثنائي (ويعكس هذا المجال معظم المخاطر التي طرأت على السيناريو)، سواء بالنسبة لسعر الفائدة أو لمعدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، أو لعجز الحساب الجاري الذي لا يتضمن أية فوائد.

وعلاوة على ذلك فإن السيناريوهين اللذين تضمنا خفض قيمة العملة (سواء صدمة الانحراف المعياري الثنائي لمعدل نمو منكمش الدولار الأمريكي، صدمة الانخفاض القياسي لقيمة العملة الذي بلغ 30 %) يمكن أن يكونا قد ولدا في النهاية نتيجة مفرطة في زيادة النسبة المئوية للدين التي بلغت 30 %، وهو ما لوحظ فيما بين نهاية 1998 و نهاية 2001.

الفرع الثاني: أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات (الأزمة الآسيوية 1997)[1].

أطاح عمق أزمات حساب رأس المال التي نشبت في التسعينات وما خلفته في أعقابها من دمار بأي رضي عن النفس ساور خبراء الاقتصاد والمال بشأن قدرتهم على أن يقوموا بتدقيق الصحة المالية لبلد ما، معتمدين فقط على التحليل التقليدي لتغيرات التدفق، مثل الناتج المحلي الإجمالي السنوي، والحساب الجاري، والموازنات المالية.

وقد أدرك الكثير من المراقبين أنه كان يمكن اكتشاف إشارات وقوع متاعب وشيكة الحدوث لو كانوا قد فحصوا بدقة أكثر، بيانات ميزانيات البلدان، وأولوا بالتحديد اهتماما أكبر بعدم التوافق بين رصيد أصول بلد ما ورصيد ديونه، أي اختلال الأرصدة.

بالطبع إن تحليل التدفقات لا يزال له أهمية حيوية، ولكن أولائك الذين يسعون إلى منع حدوث أزمات أو القيام بردود فعل اتجاهها بطريقة أكثر فعالية ينبغي أن يثيروا أسئلة بشأن صحة بيانات الميزانية في بلد ما.

وعلى سبيل المثال هل يتجاوز دين قصير الأجل مسمى بعملة أجنبية احتياطات العملة الأجنبية ؟ هل يجعل عدم سداد رصيد دين كبير مسمى بعملة أجنبية تصحيح خلل التدفق أكثر صعوبة (مثل عجز في الحساب الجاري)، دون خلق أزمة شديدة ؟

يبدأ نهج بيان الميزانيات لمنع حدوث أزمة وحلها بإلقاء نظرة على بيان الميزانية الخارجية الموحد لبيان ما (الديون الخارجية لحكومة البلد ومصاريفها وشريكاتها بالنسبة لأصولها الخارجية خاصة الاحتياطات الخارجية السائلة).

ولكن ينبغي إعطاء عناية أكبر إلى بيانات الميزانية للقطاعات فرادى، لأن عدم التوافق على المستوى القطاعي قد لا يظهر في بيان الميزانية الموحد، ومع ذلك يمكن أن يفجر أزمة مالية أيضا.

وتشمل القطاعات الرئيسية قطاع الحكومة (ومن أجل التبسيط أدرجنا البنك المركزي في هذا القطاع)، والقطاع المالي الخاص (وخاصة البنوك) والقطاع غير المالي (الشركات والأسر المعيشية).

---

(1) كريستينا ديسكينج، مرجع سبق ذكره، ص(15-17).

وكثيرا ما تكون بيانات الميزانية القطاعية مرتبطة ببعضها أي أن دين قطاع ما قد يكون أصلا لقطاع آخر، وفي هذه الحالة إذا واجه القطاع الأول صعوبات في خدمة دينه، فإن أصول القطاع الثاني تتدهور، ويمكن بدوره أن يواجه صعوبة في السداد لدائنيه.

إن تحليل أوجه تعرض بيان الميزانية للمخاطر يكون مفيدا للغاية إذا تم التحليل في حينه لإتاحة الفرصة لصانعي السياسة لتحديد وتصحيح أوجه الضعف قبل أن تسهم إثارة الصعوبات المالية، وهذا يؤكد فائدة الحصول على المعلومات في حينها بشأن متغيرات مالية كثيرا ما يصعب الوقوف عليها.

1- عدم كفاية المعلومات: لم تقم البلدان بصورة روتينية بتجميع بيانات للميزانية، ويرجع ذلك أساسا إلى الافتقار إلى الموارد للقيام بذلك، وأحد أسباب ذلك أن صندوق النقد الدولي يولي أولوية عالية لمساعدة البلدان على تطوير هذه البيانات وفي غضون ذلك تتوافر معلومات جزئية من مصادر عديدة:

- بيانات تجمعها السلطات الوطنية (وهي متاحة على شبكات الكمبيوتر في كثير من وزارات المالية والبنوك المركزية)، وهي متاحة للمشتركين في قاعدة توزيع البيانات الخاصة بصندوق النقد الدولي، ويشمل ذلك بيانات مفصلة عن الاحتياطات وسيولة النقد الأجنبي.
- قواعد بيانات ونشرات مختلفة تشمل الإحصائيات المالية الدولية الشهرية لسوق النقد الدولي، والكتاب السنوي لميزان المدفوعات (مع بيانات المركز الاستثمار الدولي).
- إحصائيات فصلية(ربع سنوية)، من المنظور الدائنين، بشأن أصول وخصوم البنوك في البلدان والأقاليم الثمانية والعشرين التي ترسل تقاريرها إلى بنك تسويات الدولية، كجزء من إحصائيات الدين المشتركة المتاحة بين بنك التسويات الدولية، وصندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.
- جداول ديون سنوية نشرها البنك الدولي(تمويل التنمية العالمي).

وتوفر كل هذه البيانات معا تغطية معقولة لخصوم القطاع العام وأصول الميزانية وإجمالي الخصوم الخارجية للبلد، ومع ذلك فإنه من الصعب الحصول على بيانات مفصلة بشأن الخصوم الخارجية قصيرة المدى ولاسيما للقطاعات غير الرسمية والمطالبات المحلية للقطاع الرسمي، أما البيانات المتعلقة بإجمالي الأصول والخصوم، خاصة تصنيفها حسب عملة الأرصدة والتدفقات في القطاع الخاص غير المالي فإنها تترع إلى أن تكون نادرة.

2- تشريح مخاطر بيان الميزانية : ثمة أربع أنواع مختلفة من مخاطر بيانات الميزانية يمكن أن تضعف قدرة بلد ما من بلدان السوق الناشئة على خدمة ديونه، ويعرض عدم توافق آجال الاستحقاق بين الالتزامات قصيرة الأجل والأصول السائلة طويلة الأجل المقترضين لخطر تمديد الآجال (حيث أنهم لن يستطيعوا إعادة تمويل الديون التي يحين موعد استحقاقها) ومخاطر سعر الفائدة (حين ترتفع أسعار فائدة الديون القائمة غير المسددة، وخاصة حين تحمل الالتزامات التي لها موعد استحقاق أطول وأسعار فائدة معومة).

وتتعرض الكيانات المالية التي تحصل على قروض قصيرة الأجل لاستثمارها في ديون طويلة الأجل بأسعار فائدة ثابتة لمخاطر ازدياد الأسعار التي قد تقلل القيمة السوقية لأصولها الطويلة الأجل حتى لو تعين عليها أن تدفع مبالغ أكبر لالتزاماتها قصيرة الأجل.

ويمكن أن يزداد عدم توافق أجل الاستحقاق بالعملة الأجنبية حتى ولو كان إجمالي الأصول بالعملة الأجنبية، إن لم يكن لدى المقترضين ما يكفي من الأصول بالعملة الأجنبية السائلة اللازمة لتغطية دين قصير الأجل بالعملة الأجنبية.

ويرتفع عدم توافق العملة حين تكون التزامات المقترضين مسماة بعملة أجنبية ولكن أصولهم مسماة بعملة محلية، وفي حالة انخفاض قيمة العملة، يواجه المقترضين صعوبات في سداد ديونهم للدائنين، ولدى كثير من البلدان التي تعاني من أزمات نوعا ما من ربط سعر الصرف مما شجع المقترضين والدائنين كثيرا على تجاهل المخاطر الحقيقية للغاية التي تتعرض لها العملة.

وقد يحدث عدم توافق هيكل رأس المال حين تعتمد شركة أو بلد ما على الدين وليس على الأسهم لتمويل الاستثمار. إن الأسهم تشكل حاجزا واقيا في الأوقات الصعبة، لأن الأرباح المدفوعة تهبط مع الإيرادات، في حين تظل مدفوعات الدين ثابتة.

وقبل نشوب الأزمة المالية في 1997-1998 فرضت الحكومة الكورية قيودا شديدة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ولذا كانت معظم تدفقات رأس المال في شكل ديون، في حين فضل النظام الضريبي في تايلاند ديون الشركات على الأسهم.

وتنشأ مخاطر القدرة على الدفع حين تتجاوز التزامات كيان ما قيمة أصوله، وتشمل هذه الأصول صافي الدخل مستقبلا مثل الفجوة بين إيرادات الحكومة ومصروفاتها مستقبلا (باستثناء الفائدة)، وكذلك الأصول المالية مثل الاحتياطات.

ويمكن أن يزيد عدم توافق أجال الاستحقاق، والعملة وهيكل رأس المال خطر أن تؤدي صدمة سلبية ما (مثل تدهور مفاجئ في معدل التبادل التجاري، والأنباء السياسية والاقتصادية السيئة، أو حدوث أزمة في البلدان المجاورة) إلى دفع أجزاء كبيرة لقطاع أو أكثر إلى عدم السداد.

ويمكن أن يحدث أيضا عدم السداد إذا اقترض كيان ما بأكثر مما ينبغي أو طرح استثمار في أصول ضعيفة النوعية، ولتقويم قدرة الحكومة ما على سداد ديونها، كثيرا ما يقارن الدين الأساسي بالناتج المحلي الإجمالي أو الإيرادات، ويقارن الإجمالي قدرة بلد ما على السداد غالبا بنسبة إجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي أو الصادرات، وتقدم هذه المقارنات أكبر مساعدة حين تستخدم مقارنة بقياسات أخرى تتعلق بالتعرض للمخاطر.

وقد لا يكون بلدان متماثلين في التعرض لأزمة الوفاء بالديون، والأرجح أن يكون البلد الذي تقتصر قروضه على العملة الأجنبية أكثر تعرضا للمخاطر من بلد تقتصر قروضه على العملة المحلية.

3- توقي الأزمات المالية[1]: وقد لا يتيح كشف هذه الأنواع من مخاطر الميزانية التكهن بالتوقيت الدقيق لوقوع الأزمة ما (فقد يستمر الضعف في بيانات الميزانية طوال سنوات عديدة) ولكنها يمكن أن تساهم في استيعابها لديناميات الأزمات التي قد تحدث ومن ثم اتخاذ تدابير لمنع نشوب أزمات أخرى.

---

(1) مواجهة الأزمات والكوارث باستخدام نظم المعلومات، عن الموقع الالكتروني:
.http// :dss world.jeeran.com/ new-page-11.htm. تاريخ الاطلاع: 2009/02/03.

وعلى أي حال لم تنشأ صدفة أوجه عدم التوافق في خضم أزمات حساب رأس المال التي وقعت في التسعينات من القرن العشرين.

وقد أصبحت أوجه العجز المستمرة في نهاية المطاف مشكلات تتعلق بالأرصدة، وفضلا عن ذلك واجهت غالبا الحكومة والجهات المقترضة الأخرى التي عانت صعوبات في تمويل اختلال التدفقات المالية مزيدا من مخاطر العملة وأجال الاستحقاق في الحصول على مزيد من الائتمان المطلوب مما أدى إلى زيادة بيانات الميزانية ضعفا.

إن الحكومة التي تدير بحكمة ميزانيتها (بالحفاظ على قدر سليم من الاحتياطات ولا تسرف في الاقتراض، وتتحاشى مخاطر السداد) إنما تساهم في الحفاظ على سلامة الميزانية الإجمالية، وعادة تكون المطالبات المستحقة على الحكومة أكبر من أصل مالي مفرد في اقتصاد ما.

ويوفر الدين طويل الأجل المسمى بعملة محلية أفضل نظير لأصل الحكومة الرئيسي قدرتها على إدارة فوائضها الأولية مستقبلا ويتسم بأنه غير سائل، وطويل الأجل، ويشكل ستارا متدفقا من الإيرادات بالعملة المحلية، ومن ثم لا تكون البلدان التي لا تستطيع الحصول على قروض طويلة الأجل بالعملة المحلية قادرة على تحمل دين مرتفع بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، وذلك على عكس ما تستطيعه بلدان أخرى.

وثمة توافق متزايد في الرأي على السياسات التي تستطيع خلق حوافز لإتباع سلوك مالي حذر من قبل القطاع الخاص:

- يمكن أن تردع نظم سعر الصرف المرنة المقترضين عن الإفراط في التعرض لمخاطر العملة وتسير التصحيح للصدمات، وإن كان من غير المحتمل أن تختفي مخاطر العملة كلية، نظرا لعزوف المستثمرين الأجانب والمحليين عن قبول التعرض لمخاطر العملة المحلية.
- يمكن للأسواق المحلية للأسهم، والدين طويل الأجل بالعملة المحلية، والمنتجات المالية التي تمكن الشركات من التحوط لمخاطرها، ويجب استبعاد التشوهات الضريبية أو التنظيمية التي تحابي الديون خاصة الدين المسمى بعملة أجنبية على ملكية الأسهم.
- ينبغي للتنظيم الحصيف للبنوك أن يأخذ في الحسبان التعرض المباشر وغير المباشر على السواء لأخطار العملة الأجنبية، وقد يجدر النظر في اتخاذ تدابير لإحباط الإدعاءات المسماة بعملة أجنبية، والاقتراض قصير الأجل بين البنوك بعملة أجنبية مثل متطلبات الاحتياطي المرتفعة.

كما قد يجدر النظر أيضا في بعض الظروف، في انتهاج سياسات تحبط قيام الشركات وكذلك البنوك بالحصول على قروض خارجية قصيرة الأجل مثلما فعلت الشيلي.

4- حين تنشب الأزمة المالية[1]:

ولكن حتى مع تحسين تقنيات توقي الأزمات، فإن الأزمات سوف تنشب، وحين يحدث ذلك يتعين على راسمي السياسات التحرك بسرعة للحيلولة دون تعمق الأزمات، ويمكن لنهج الميزانية أن يساعد راسمي السياسات على تقويم بعض الخيارات الصعبة بطبيعتها.

---

(1) نفس المرجع.

• يمكن للحكومة أن تبيع احتياطات الصرف الأجنبي لمساعدة البنوك والشركات لمساعدة أنفسها من مخاطر الصرف الأجنبي في محاولة لمنع حدوث الأزمة في القطاع الخاص.

ولكنها بذلك تخاطر بأن ينتهي بها الأمر إلى احتياطات غير كافية لتغطية ديونها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل، وخاصة إذا حاولت حماية سعر اسمي جرت المبالغة في تقدير قيمته.

وحتى لو كانت ميزانية الحكومة قوية بما فيه الكفاية لجعل نشوب أزمة أمرا غير مرجح، فإنه يتعين عليها توخي الحذر في الحد من خلق توقعات بأنها يمكن أن تشجع الشركات الخاصة على تحمل المزيد من الديون بالعملة الأجنبية.

• و قد يتعين على الحكومة أيضا أن تختار بين رفع أسعار الفائدة لوقف تدفقات رأس المال إلى الخارج ووقف انخفاض قيمة العملة والحفاظ على ثبات أسعار الفائدة لكي لا تضعف النشاط الاقتصادي، وإذا كان رصيد البلد قد يضر أكثر مما ينفع الشركات والأسر المعيشية.

وإذا كان رصيد الدين المسمى بالعملة الأجنبية كبيرا، فإن البلد يكون في حالة أفضل بزيادة أسعار الفائدة لتقليل مخاطر انخفاض قيمة العملة ويتطلب المراعاة أن يحقق صانعوا السياسة التوازن بين التقليد النقدي وتصحيح سعر الصرف.

5- تدخل صندوق النقد الدولي[1]:

إن الحصول على تمويل في المراحل المبكرة للأزمة، قبل أن تمتد الصعوبات في قطاع واحد إلى قطاعات أخرى، يمكن أن يمنع انتشار فقدان الثقة، وتجنب موجة من الطلب على الأصول الخارجية، والحاجة إلى تمويل خارجي أكبر مما يمكن أن يلبيه القطاع الرسمي.

فقد أدى تدخل صندوق النقد الدولي في المكسيك خلال أزمة1994-1995 إلى منع تحول الأزمة الحكومية إلى أزمة أشد عمقا والسماح بزيادة سريعة نسبيا في الناتج مع تحسن توازن الحساب الجاري، غير أنه ليست كل الأزمات التي تحدث في اقتصاديات الأسواق الناشئة تتطلب تدخلا رسميا، فبعض الحكومات لديها موارد كافية خاصة بها لتحاشي نشوب أزمة هادرة، وفي أزمات معينة قد تؤدي القروض الخارجية الإضافية إلى إضعاف القدرة على الاستمرار، وقد تكون إعادة هيكلة الدين أفضل لبلد ما من تحمل دين جديد.

وقدرة صندوق النقد الدولي على صرف مبالغ كبيرة من النقد الأجنبي بسرعة (وإدراكه متى يكون هذا التمويل ضروري وأية إجراءات ضرورية لضمان الاستدامة) قد تكون حاسمة للتوصل لحل فعال للأزمة.

ويستطيع صندوق النقد الدولي تقوية ميزانية سلطات النقد، مما يساعد على إعادة الثقة إلى ميزانية الحكومة ذاتها ويجعل السلطات في وضع أفضل للمساعدة في إعادة بناء الثقة في قطاعات أخرى.

ويستطيع صندوق النقد الدولي توفير الاحتياطات الضرورية لمساعدة بلد ما للتغلب على أزمة تنجم من عدم توافق أجال الاستحقاق، وأن يساعد في تجنب الحاجة إلى خلق النقود، واحتمال وجود توقف يزعزع

---

(1)كريستينا ديسكينج، مرجع سبق ذكره ، ص18.

الاستقرار عن سداد المدفوعات وإعادة هيكلة الدين والتصحيح الخارجي الشديد القسوة، اللازم لتوليد احتياطات فورية من العائدات الجارية للصادرات.

وينبغي أن تقترن هذه المساعدات بجهود يبذلها البلد لمساعدة نفسه مثل السماح بتعويم سعر الصرف لخفض أوجه عدم التوازن في الحساب الجاري أو شد الحزام على البطن ماليا لخفض احتياطات التمويل.

ويجدر التمييز بين الأزمات التي تنشب بسبب أوجه عدم التوافق في ميزانية القطاع الخاص وتلك التي تنشب بسبب أوجه عدم التوافق في ميزانية الحكومة وأفضل نهج للتصدي لمعظم المشكلات المالية الخاصة هو السماح للمقترضين والدائنين التفاوض حول خطة عمل أو ترك الأمور لمحاكم الإفلاس، ولا يسمح بتدخل الحكومة الوطنية إلا حين تكون هناك مخاطر كبيرة لامتداد الأزمة إلى الاقتصاد الأوسع.

وفي وسع الحكومة تمويل معظم هذه التدخلات بنفسها، ولكن في بعض الحالات، قد تقتضي الضرورة الحصول على تمويل رسمي من الخارج لتكوين احتياطاتها من العملة الأجنبية، وحتى تستطيع التدخل على نحو فعال.

وينبغي للحكومات أن لا تدعم سوى البنوك والشركات ذات الهياكل السليمة، وأن تغلق المؤسسات غير السليمة فورا، على أن تقوي الحوافز للإدارة المالية الفطنة في القطاع الخاص.

وإذا كان لدى الحكومة مشكلة في ميزانيتها، فإن مخاطر حدوث الأزمة الواسعة تكون أكثر حدة، وكثيرا ما يكون دين الحكومة أحد أكبر الأصول المالية التي تحوزها البنوك المحلية والمؤسسات المالية الأخرى، ولذا فإن أزمة التمويل الحكومية يمكن أن تتحول بسرعة إلى أزمة مصرفية.

وثمة أيضا حدود لقدرة الحكومة على الاعتماد على قوة بيان ميزانية القطاع الخاص لمعالجة مشكلاتها المالية الخاصة، وكثيرا ما يكون القطاع الرسمي بما في ذلك صندوق النقد الدولي المصدر الوحيد القابل لبقاء السيولة بالعملة الأجنبية.

وأحد النتائج الرئيسية لتحليل الميزانية هو أن الطلب على احتياطات النقد الأجنبي خلال وقوع أزمة يتناسب مع المتطلبات غير المسددة بشأن السيولة بالنقد الأجنبي قصير الأجل، ومع ذلك فإن البلد الذي يخلو من عجز في الحساب الجاري يمكن أن يشهد صعوبات في تمديد أجل دينه قصير الأجل، ويفوق الطلب على الصرف الأجنبي لسداد الدين الخارجي الذي نشأ خلال كل الأزمات الأخيرة، بكثير من الاحتياطات الرسمية بالعملة الأجنبية.

وفي بعض الحالات يكون الصرف الأجنبي ضروريا أيضا لتغطية الديون المحلية وخاصة ودائع البنوك المسماة بعملة أجنبية التي يحوزها المقيمون في البلد نفسه.

ولا تساعد المعلومات بشأن الرصيد غير المسدد من الطلبات إلا على تحديد أقصى مبلغ يلزم لسداد الديون القائمة، وليس المبلغ الحالي، الذي تحدده كيفية سلوك الدائنين والمستثمرين إذا كانت البنوك المحلية والأجنبية ترغب في جدولة مطالباتها قصيرة الأجل، غير أنه من غير الواقعي توقع تمويل رسمي لتغطية كل حالات عدم توازن الأرصدة، ويمكن لنهج الميزانية أن يرشد الأحكام الصادرة بشأن القدر الذي تمس الحاجة إليه من دعم صندوق

النقد الدولي، ولكنه لا يوفر صيغة لحساب المبالغ بدقة أو لتحديد ما إذا كانت أزمة ما يمكن معالجتها على أكمل وجه من خلال إعادة هيكلة الدين أو الإقراض الرسمي.

ومن المهم أيضا تذكر أن مجموعة محدودة فقط من مشكلات الميزانية يمكن معالجتها بفعالية من خلال التمويل الرسمي غير الميسر، ويزيد الاقتراض الرسمي عرض العملة الأجنبية المتاحة في الأجل القصير ومن ثم يمكن أن يساعد في علاج عدم توافق آجال استحقاق الدين، ولكنه لا يستطيع تقليل عدم توافق العملة في ميزانية موحدة لبلد ما.

7- أهمية بيانات الميزانية في كشف لغز أزمة آسيا:

يوضح نهج الميزانية ما حدث في شرق أسيا في 1997-1998 فقد توقفت فجأة تدفقات رأس المال إلى بلدان شرق آسيا مما جعل من المستحيل على البلدان الحفاظ على نظمها المتعلقة بسعر الصرف وأدى إلى انخفاض شديد في قيمة عملاتها.

وفي تايلاند أدى التدهور في الصحة المالية لقطاع الشركات وفي أداء التصدير إلى زيادة صعوبة الاستمرار في تمويل عجز الحساب الجاري وجعل المضاربين على العملة يراهنون على سعر الصرف مرتبط بعملة أخرى.

وفي تايلاند وبلدان أخرى ساعدت شكوك في قدرة البنوك والشركات على مد أجل سداد الدين الخارجي قصير الأجل على الإطلاق، وكانت الحاجة إلى شراء عملة أجنبية لسداد الدين القائم السبب الأساسي في الضغط على العملة.

وكان انخفاض الناتج المحلي الإجمالي في العديد من البلدان الآسيوية التي ضربتها الأزمة أسوأ كثيرا مما كان متوقعا، ورغم أن بعض الشركات تمتعت بفرص لزيادة الصادرات بعد أن تدهورت قيمة العملات، فإن هذه المكاسب قد محتها الزيادة في البداية عبء الدين الحقيقي في قطاع الشركات وأوجه الضعف في القطاع المصرفي، وكلا الأمرين أدى إلى ضعف استثمار الشركات.

ومن ثم، فإن الأزمة تغذت على نفسها، حيث أدت أوجه الضعف في أحد القطاعات إلى أوجه ضعف في قطاعات أخرى، وأدى اشتداد الطلب على أصول بلد ما إلى تدفقات كبيرة لرأس المال إلى الخارج، واستنزاف الاحتياطات، وانخفاض شديد في قيمة العملة، وأخيرا أدى التصحيح الحاد للحساب الجاري وتقوية السياسات إلى استعادة الثقة، وتثبيت العملة وإعادة تكوين الاحتياطات في معظم البلدان.

الفرع الثالث: حل الأزمات المالية[1].

كان منع وقوع الأزمات ولا يزال على رأس أعمال جدول الصندوق بشأن الإصلاح، ولما كان منع جميع الأزمات أمرا لا سبيل إلى تحقيقه، فقد عمل الصندوق أيضا إلى استحداث إطار أقوى لحلها. ويسعى الصندوق على سبيل التحديد إلى الجمع ما بين زيادة الوضوح في سياسة استخدام موازنة وزيادة التدقيق في انتقاء وجهة القروض مع تدعيم آليات إعادة هيكلة الديون السيادية.

(1) http :www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/techassa/ara/techass.pdf.

وقد ساند الصندوق خلال السنوات الأخيرة جهود بعض البلدان الأعضاء لحل أزمات الحساب الرأسمالي وذلك بتقديم مبالغ تمويلية ضخمة تجاوزت في أغلب الأحوال حدود استخدام الموارد العادية بفارق كبير.

وخلال السنة المالية 2003 قام المجلس التنفيذي بمناقشة هذه السياسة ووضع معايير أكثر وضوحا لمثل هذا الاستخدام الاستثنائي للموارد خلال أزمات الحساب الرأسمالي، كذلك استعرض المجلس التنفيذي أحد التجارب في مجال إعادة هيكلة السندات السياسية وسياسة الإقراض من موارد الصندوق للبلدان التي لا يزال عليها مدفوعات متأخرة السداد للدائنين من القطاع الخاص، وناقش استحداث شروط للإجراء الجماعي بغية تسيير إعادة هيكلة الديون، كما ناقش مدى فعاليتها، ونظر في اقتراح لإنشاء آلية لإعادة هيكلة الديون السيادية التي لا يمكن الاستمرار لتحملها.

الفرع الرابع: مظاهر تعثر صندوق النقد الدولي في مواجهة بعض الأزمات المالية[1].

لقد تعرض صندوق النقد الدولي في برامج الإنقاذ الآسيوية إلى انتقاد حاد، وهذا الانتقاد لم يصدر فقط عن المجموعات التقدمية أو اليسارية، بل وبصورة مفاجئة عن المناصرين والمخلصين للسوق الحرة والعولمة، بعض هذه الانتقادات المحقة مدرجة أدناه: دواء خاطئ، علاج خاطئ.

إن الأساس الذي ترتكز عليه برامج الإنقاذ التي يشرف عليها صندوق النقد الدولي لا تناسب الأزمة الحالية، فهو يقدم أموالا للإنقاذ بشروط تقضي فرض نظام مالي منضبط.

كانت تايلاند واندونيسيا وكوريا الجنوبية قد خفضت قيمة عملتها قبل المباشرة ببرنامج الإنقاذ ولهذا لم يفرض عليها هذا الشرط من قبل صندوق النقد الدولي، لكن شروطا أخرى، مثل رفع معدلات الفائدة والتضييق على عمليات التسليف وخفض الإنقاذ في القطاع العام، كانت متضمنة. من الممكن أن تكون هذه الشروط فعالة في دول تعاني من عجز كبير في الموازنة أو من دين عام ضخم.

والعلاج الاعتيادي المتبع من قبل صندوق النقد الدولي لن يجد نفعا في حالة اقتصاد دول جنوب شرق آسيا لأن طبيعة الأزمة مختلفة في هذه الدول، لا تكمن المشكلة في ممارسات الحكومة المالية في الواقع، لدى كثير من الدول فائض مالي، بل في شركات القطاع الخاص.

ومع فرض سياسة مالية مشددة، فإن ضغوط الانكماش على الاقتصاد سوف تزداد بصورة مماثلة، فإن شرط صندوق النقد الدولي لزيادة معدلات الفائدة من أجل اجتذاب الاستثمارات الأجنبية سوف يؤدي إلى نتائج عكسية، حيث ستتعرض كثيرا من الشركات للإفلاس، مما يجعل عملية الانتعاش الاقتصادي أكثر صعوبة.

وهكذا فإن أي برنامج للانتعاش الاقتصادي سوف يعتمد على انتعاش القطاع الخاص الذي يمكن تحقيقه إذا أعيد بناء ثقة المستثمرين والمودعين، وأصبحت معدلات صرف العملة مستقرة فأي خفض في الإنفاق العام سوف يؤدي إلى تباطؤ اقتصادي وإلى زيادة في عدم المساواة.

وفي حالة كوريا الجنوبية، يصر صندوق النقد الدولي على أنها يجب أن تبطئ معدل نموها إلى 3% وأن تحافظ على عجز مالي لا يتجاوز 1% من إجمالي الناتج المحلي، وفي حالة تايلاند وضع صندوق النقد الدولي شرطا

(1) سنغ كقالجين، مرجع سبق ذكره،ص(153-154).

يقضي بتحقيق فائض مالي يوازي 1% من إجمالي الناتج المحلي في سنة 1997-1998، فإن إمكانية النمو الاقتصادي في هذه البلاد في المستقبل القريب هي غير مشجعة، إضافة إلى ذلك فإن ربط النمو بالعدالة، التي تمكنت كثير من الدول من تحقيقها في الماضي، معرض للتفكك من جراء برامج صندوق النقد الدولي، مما أدى إلى مضاعفة خسارة الوظائف وحالات الفقر.

خلاصة الفصل الثالث:

استعرضنا في هذا الفصل إطلالة على الأزمات المالية من حيث تحديد مفهومها ومراحلها ومسبباتها وتفسير حدوثها، ونبذة عن أهم الأزمات التي شهده القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين محاولة تبيان دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات، وعلى العموم يمكن إجمال أهم نتائج هذا الفصل في النقاط التالية:

– تعتبر الأزمة المالية اضطراب يمس متغيرات النظام المالي، فيمكن أن يبدأ الخلل في أحدها سرعان ما ينتشر إلى كامل النظام، حيث تمر الأزمات المالية بمراحل مختلفة، ولها كذلك مسببات وأنواع متعددة، ولقد انقسمت النظرية الاقتصادية في تفسير الأزمة المالية إلى مدرستين الأولى أرجعت الأزمة المالية إلى حدوث صدمة خارجية ينتج عنه ذعر كبير بسبب مبدأ عقلانية الأعوان الاقتصاديين وسلوكهم الرشيد اتجاه تلك الصدمة، تسمى هذه المدرسة بمدرسة الأسواق التامة والتوقعات العقلانية، بينما ركزت المدرسة الثانية على ما يسمى بانفجار الفقاعة المضاربية، نتيجة عدم استقرار النظام المالي.

– هناك أزمات عدة شهدها العالم كان أهمها وأعنفها أزمة 1929 التي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت إلى البلدان الصناعية الأخرى بشكل سريع، وحصلت بعد حدوث انهيار سريع في بورصة وول ستريت بنيويورك، وتكررت تقريبا نفس الأزمة سنة1987 وكان دائما الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية، إلا أنه لوحظ هذه الأزمة أنها كانت أشد و أعنف من أزمة 1929 ذلك لأنها تجاوزتها من حيث خسائر الثروات إلى ما يقارب الضعف.

وبالمقابل شهدت المكسيك سنة 1994 أزمة مالية مست نظامها المالي، لكن ليست بنفس الحجم بالنسبة لاقتصاديات جنوب شرق آسيا التي طالتها أعنف أزمات القرن العشرين إذ قبل حدوث الأزمة بدأت هذه الدول تعرف بعض المتاعب والهشاشة في النظام المالي والتي كانت نقطة البداية في التعرض للأزمة، لكن وقوع هذه الأزمة كشف النقاب عن الكثير من الجوانب السلبية، ولقد كانت نقطة البداية في اندلاع الأزمة هو الانهيار الذي حدث في أسعار صرف عملات هذه الدول وفي أسعار الأوراق المالية، لكن ما لوحظ في هذه الأزمة أنها كانت معدية من قطاع إلى قطاع ومن دولة إلى أخرى بدليل تتابع الأزمات من بلد إلى بلد في آسيا ليشمل كل دول جنوب شرق آسيا لتنتقل فيما بعد إلى دول آسيوية أخرى كروسيا وتركيا، ثم انتقلت العدوى إلى قارة أمريكا اللاتينية لتطال الأرجنتين والبرازيل، وأخيرا أزمة الرهن العقاري الأمريكية التي زعزعت النظام المالي الدولي وطالت كافة الأنظمة المالية الأوربية والآسيوية نتيجة الأثر الكبير الذي أحدثته العولمة المالية من خلال اندماج وترابط أسواق المال.

– إن الأزمات المالية التي حدثت في وسط و أواخر التسعينات، كانت رسالة تذكير بالأخطار المرتبطة بالعولمة المالية، ويتعرف خبراء صندوق النقد الدولي بتلك المخاطر صراحة لكنهم يعتقدون أن تلك المخاطر والأزمات يمكن تجنبها أو التعامل معها بقدر من قواعد التنظيم التحوطية وتعزيز سلامة المؤسسات المالية، ولكن بعد عرضنا التمسنا أن مواجهة الأزمات من طرف الصندوق ليس بالأمر الهين، وهذا راجع إلى أن الأزمات تختلف باختلاف

الخلل والارتباكات و التناقضات التي تحصل في أداء اقتصاد هذا البلد أو ذاك، كما أن عدم الاستقرار في الأسواق المالية و ما ينتج عنها من أزمات راجع في جوهره إلى النظام الاقتصادي الرأسمالي أي إلى طبيعته غير المستقرة.

◆◆◆

الفصل الرابع:

أثر العولمة المالية على أداء سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا

تمهيـــد:

إن انعكاس العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة لا يتم بنفس القدر ولا بنفس الصورة، نظرا للخصوصية التي تتميز بها كل سوق، ويشار هنا إلى أن هذه العينة المختارة والمشكلة من بلدين لا تمثل بالضرورة كل الأسواق الناشئة بتنوعها وتباينها، ولكن يمكن استخلاص بعض القواعد المشتركة، وربما أيضا تعميم بعض النتائج، فالهدف يتركز أساسا في معرفة آلية تأثير إستراتيجيات الانفتاح على الأداء، وسيتم دراستها بالتحليل ضمن ثلاثة مباحث، الأول و الثاني دراسة عامة لسوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا على التوالي والثالث قياس أثر الانفتاح المالي على مؤشرات أداء السوقين.

المبحث الأول: سوق كوريا الجنوبية.

عاشت كوريا الجنوبية إحدى أسوء الأزمات المالية في سنة 1997 على الرغم من قوة اقتصادها في شرق آسيا، وتعتبر هذه الأزمة وليدة التفاعل التراكمي بين صعوبات قطاع المؤسسات، واضطرابات القطاع المالي والسوق المالية، وهي في الواقع أهم الميادين التي مستها الإصلاحات كما تعتبر أهم مكونات السوق ونلاحظ أثر الأزمة بعد خمودها على الاقتصاد الكوري رغم الإصلاحات المطبقة، حيث بلغ متوسط نمو الناتج المحلي السنوي في الفترة الممتدة من 1990 إلى 1999 نسبة 6.25% في حين لم يتعدى متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي 4.15%.

المطلب الأول:خصائص الاقتصاد الكوري.

تعتبر كوريا من أهم الاقتصاديات الناشئة في شرق وجنوب شرق آسيا منذ بداية الستينات بعد عشرية صعبة تميز فيها الاقتصاد الكوري الضعيف بتذبذب معدلات صرف، أحد أعلى معدلات التضخم في آسيا مع أحد أكثر معدلات الادخار انخفاضا بالإضافة إلى تراخيص استيراد مقيدة وعدم توازن الحساب الخارجي بصورة دائمة[1] ابتداء من الستينات حاولت كوريا تحسين النمو بتوسيع الإنتاج، وقد اختارت الاندماج كليا في الاقتصاد الدولي بهدف تحقيق نمو اقتصادي مرتفع، وهكذا توجهت الموارد إلى نشاطات التصدير، كما سمحت الزيادة في الادخارات المحلية بالاستثمار في البنية التحتية الحيوية لتسهيل وظيفة التصدير مبدئيا وأيضا للمساعدة في تقوية الاقتصاد بوجه عام[2].

وقد اعتمدت السلطات في كوريا على الشاي بول (Chaebols) كقائد أو للتنمية الصناعية وللنمو الاقتصادي، وهي مجمعات أعمال ضخمة ومنوعة تضم كل منها عددا من الشركات، ويعتبر هذا النموذج بمثابة المحرك للاقتصاد الكوري منذ الخمسينات، وظلت تحت قيادة وإشراف المؤسسين الأصليين حتى منتصف الثمانينات بالإضافة إلى وجود علاقات شخصية وثيقة بين هؤلاء المؤسسين والرئيس الكوري مما ساعدها على النمو السريع[3].

كما تبنت مجمعات "الشاي بول" العملاقة استراتيجيات تقوم على دمج العمليات الإنتاجية والأنشطة التسويقية والتمويلية أيضا في إطار المجمع الصناعي الواحد بالاعتماد على مبدأ التكامل الرأسي، فمثلا الأنشطة الخاصة بصناعة الغزل والنسيج داخل كل مجمع تمتد من صناعة الألياف التركيبية إلى صناعة آلات النسيج وإلى صناعة الملابس الجاهزة، بل والأكثر من ذلك يقوم هذا التكتل على تنوع كبير في طبيعة أنشطته، حيث تتوسع على شكل أذرع لتمس قطاعات متنوعة، فمثلا مجمع "دايو" (Daewoo) يضم شركات صناعية (السيارات، الإلكترونيات، بناء السفن، الصناعات الثقيلة...) وشركات تجارية (تجارة، مبيعات السيارات، الاتصالات...)

---

(1) OECD, Asia and Global Crisis, the industrial dimension1999, p (69-70).

(2) د. محمود عبد الفضيل، العرب والتجربة الآسيوية، لبنان: مركز دراسات الوحدة العربية، نوفمبر 2000، ص55.

(3) نفس المرجع، ص60.

بالإضافة إلى شركات أخرى لإدارة رأس المال والأوراق المالية، الشيء الذي جعلها تتصدر عملية التنمية وتساهم بنسبة عالية في القوة الاقتصادية للبلد، وتهيمن على قطاع الصناعة بشكل موسع[1].

لقد سمح هذا التطور الكبير في نشاطات الشاي بول بتوسعها على المستوى الدولي في شكل شركات متعددة جنسيات ناشئة، تستفيد من بعض المزايا النسبية في الأسواق المجاورة الأقل تقدما، ثم توجهت فيها بعد للتوطن في بلدان صناعية، وقد زادت هذه التدفقات الاستثمارية الكورية في الخارج من 112 مليون دولار أمريكي في عام 1985 إلى 1.1 مليار دولار أمريكي في 1991 و 1.2 مليار دولار في 1996[2].

وقد تميزت أهم مؤشرات الاقتصاد الكوري قبل الأزمة بالاختلال النسبي كما يتضح من الجدول(23) حيث يبدو التطور المتذبذب للناتج المحلي الإجمالي والصادرات وحتى الواردات من السلع الرأسمالية، ويعود ذلك إلى تدهور حدود التبادل وانخفاض الطلب مع تزايد كبير في المخزونات، كما أن الاستثمارات في الصناعات الثقيلة قد ساهمت في العجز التراكمي في الحساب الجاري، الذي تم تمويله بتدفقات رؤوس أموال خارجية على شكل قروض الشيء الذي زاد من مجموع الالتزامات الخارجية للاقتصاد الكوري، وتلك هي الأعراض الأولى للأزمة.

فالأزمة المالية في كوريا كانت مزيجا من بعض المشاكل الهيكلية الداخلية المتمثلة في إستراتيجية النمو القوي الممول بالمديونية مع انعدام الرقابة في القطاع المالي وغياب المرونة على سوق العمل وضعف تكيف الجهاز الإنتاجي مع الانخفاض في الطلب من جهة والصدمات الخارجية والتي تلخصت في تدهور حدود التبادل مع ارتفاع العجز في الميزان الجاري الذي تم تمويله بقروض دولية، أدت كل هذه العوامل إلى تخفيض قيمة الوون الكوري ومن ثم إلى انطلاق الهجمات المضاربية ضده[3].

---

(1) OECD1999, op.cit, p70.

(2) L.Miotti & alli, multinationales émergents: un modèle coréen, économie internationale, n°85, 1ere trimestre, 2001, p38.

(3) مدحت أيوب، كوريا والعولمة مركز الدراسات الآسيوية، جامعة القاهرة،2002، ص97.

الجدول رقم (23): المؤشرات الرئيسية للاقتصاد الكوري 1991–1997 (%)

البيان / السنوات	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
الناتج المحلي الإجمالي	9,1	5,1	5,8	6,8	8,9	7,1	5,5
الاستهلاك	9,3	6,8	5,3	7,0	7,2	6,9	3,5
الصادرات	11,8	11,0	11,3	16,5	24,0	13,0	23,6
الواردات	19,2	5,1	6,7	21,7	22,0	14,8	3,8
الادخار الإجمالي/ PIB	35,9	34,7	35,1	35,2	35,9	34,5	34,2
الاستثمار الإجمالي /PIB	38,9	36,6	35,1	36,1	37,0	38,2	36,1
الحساب الجاري /PIB	-2,8	-1,3	0,3	-1,0	-1,8	-4,8	-1,9
معدلات الصرف وون – دولار	-	-	808.1	788.7	774.7	844.2	1695.8
مؤشر أسعار الاستهلاك	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4
مؤشر أسعار الإنتاج	4,7	2,2	1,5	2,8	4,7	2,7	3,8

Source: Gomgpil Choi, **Corée: de la crise de change à une nouvelle croissance**, revue économie internationale, n°07 Déc. 1998, p141.

وقد ركزت برامج صندوق النقد الدولي المرافقة لمساعداته المالية في ديسمبر 1997 على إصلاح تلك الجوانب في الاقتصاد الكوري التي ساهمت في تغذية الأزمة، ومن أجل تحقيق الفعالية وتفادي الاضطرابات، واعتمدت الحكومة الكورية عدة إجراءات للإصلاح أهمها[1]:

– تنظيم اقتراض الشركات وقدرتها على التوسع مع تشجيع إعادة هيكلتها خاصة فيما يتعلق بجانبها المالي والمحاسبي.

– السماح بعودة أجنبية عنيفة على شكل استثمارات مباشرة ومالية، وبأقل قيود.

– دعم مبدأ الشفافية في نشاط المؤسسات إلى جانب تنظيم إصدارها للأوراق المالية.

كما اقترح البرنامج مجموعة إصلاحات أيضا تمس سوق العمل وشبكة الضمان الاجتماعي لتحقيق مرونة أكبر فيما يتعلق بتسريح العمال مع توسيع أنظمة تأمين البطالة وتحسين برامج تكوين العمال.

من المؤكد أنه كان لهذه الإصلاحات دورها في إعادة التوازنات الكلية للاقتصاد الكوري بعد حالة التوقف التي تعرض لها أثناء الأزمة، فقد استطاعت كوريا الجنوبية أن تتخطى الأزمة بسهولة، حيث استمر معدل النمو خلال الفترة 1999– 2000 بـــ 10%، واستطاعت أن تحقق احتياطات هامة من الصرف الأجنبي بلغت 108 مليار دولار في أفريل 2002، وتمكنت بذلك من تسديد 57 مليار دولار المقترضة من صندوق النقد الدولي في مدة قصيرة، كما نجحت في الاحتفاظ بمعدل نمو إيجابي قدره 3% في عام 2001، على الرغم من انخفاض الطلب العالمي على السلع الإلكترونية خلال 2001، وتأثر باقي بلدان المنطقة بالتراجع الاقتصادي الأمريكي في نفس السنة، مع ملاحظة أن النمو مستمر بسرعة متزايدة خلال سنتي 2002 و2003، مع الإشارة إلى بعض

(1) OECD, Etudes économiques de l'OCDE: Corée 1997-1998, p (47-50).

سلبيات برامج الإصلاح على المستوى الجزئي فيما يتعلق بتكاليفها الاجتماعية كارتفاع البطالة في المجتمع الكوري، وانخفاض الأجور الحقيقية بالنسبة للطبقات المتوسطة والعاملة، بالإضافة إلى انعكاسها الانكماشي على نشاط المؤسسات المتوسطة والصغيرة بما يمكنه أن يساهم في تقوية التكتلات الكبرى.

ويمكن القول إن استعادة الاقتصاد الكوري لقوته وانتعاشه، بالإضافة إلى درجة التنويع الكبيرة التي بقيت تتميز بها قاعدته الإنتاجية والتصديرية، قد أعادت الثقة لدى المستثمرين الدوليين، الشيء الذي سمح للسوق الكورية باستقبال تدفقات مقبولة لاستثمارات أجنبية مباشرة وأخرى في المحفظة المالية، وخصوصا بعد التحسن الذي شهده القطاع المالي الكوري في ظل الإصلاحات، ولكنها تبقى ضعيفة مقارنة بفترة ما قبل الأزمة.

وبعد التدهور الذي مر به الاقتصاد في الربع الرابع من سنة 2008 استعاد البلد قوته في بداية 2009 حيث نما الناتج المحلي الخام في العام، بعائد أفضل من المتوقع رغم أنه أقل من معدلات النمو في الخمس السنوات الماضية بـــ4.2% في الفترة بين 2004 و 2008، ورغم ضعف الطلب الخارجي فإن صافي التصدير صنع الفرق في النمو في 2009 مساعدا بذلك الطلب المحلي الخاص حيث عكس المشهد الجبائي المخطط، كما ساهم الاستهلاك الحكومي في تزايد النمو الاقتصادي[1].

رغم أن أزمة البلد بدأت بانهيار الصادرات، كما واصل الطلب المحلي أثره السلبي على النمو الاقتصادي وكان انهيار الصادرات في نهاية 2008 وبداية 2009 لكنها انتعشت بعد ذلك بسبب عاملين أولهما استفادت الصادرات من الواردات القادمة من الصين وأيضا كان للنظام الجبائي عامل ايجابي في زيادة الصادرات من خلال الحوافز الضريبية المقدمة وبصفة خاصة استفاد المصدرون للأجهزة الالكترونية للبلد بسبب الدعم الحكومي للأسر الريفية لشراء الأجهزة المترلية والإلكترونية في الدول المجاورة وكذلك الدول النامية، والعامل الثاني يكمن في تعدد خطوط الإنتاج الصناعي مما ساعد على تركيز الصادرات على منتوج واحد وقد ساعد على رفع معدلات التصدير منذ الأزمة[2].

وقد كان الاستهلاك الخاص ضعيف خلال بداية 2009 قبل أن يستقر ليتغير قليلا خلال العام، كما كان التحول جليا في قطاع الخدمات حيث بدأ المستهلك يحس بالرضي ما حرك أسواق الأسهم ورفع أسعار العقارات بنسب فائدة قليلة وتخفيضات ضريبية. متأثرا بالتعثرات الاقتصادية العالمية بداية عام 2009، وانخفضت معدلات الاستثمار الثابت بـــ 0.2% خلال العام، بسبب انهيار معدات الاستثمار بـــ 9.1%. لكن مع مرور العام تحسن الأداء والقدرة الصناعية، حيث نمت استثمارات العقار بـــ 4.4% سنة 2009 بعد أن كانت 2.8 % عام 2008، هذا التحول في المشاريع الحكومية يعود إلى التحفيز الجبائي، تخفيض القيود المالية والنقدية ساعد على دعم الطلب، وقد خفض البنك الكوري الفائدة الرئيسية بـــ 6 مرات من أكتوبر2008 حتى فيفري2009[3]، كما ساهمت الحكومة بدعم السيولة للنظام المالي حيث جلبت قدر كبير في ميزانية عام 2009، وسرعان ما تبنت

(1) Bank of korea. Economics Statistics System. http:// ecos.bok.or.kr.

(2) CEIC Data company, www.ceicdata.com/about_ceic.html.

(3) Bank of korea, Op.cit, http:// ecos.bok.or.kr.

حوافز ضريبية كبيرة، حيث خلال 3سنوات (2008-2010) وصلت كميات المبالغ المالية إلى نحو 6.5% من الناتج المحلي الإجمالي، مواصلة بتخفيض ضريبي وتعزيز النفقات، فالتخفيض الضريبي له وجهتان، مقاييس مؤقتة كاقتطاع الضريبة على تغيير السيارات القديمة ما ساعد على رفع الاستهلاك الخاص، وأيضا تخفيض على ضرائب العائدات الخاصة وللشركات في المدى الطويل.

والمجالات الرئيسة للإنفاق العام والبنية التحتية للبلاد تساعد على خلق فرص الشغل وعائدات جماعية بـــ5% من الاستهلاك الحكومي كما ساعد العمل العمومي على دعم الطلب المحلي، ومع التخفيضات المالية أو ما يسمى بالتسهيل الجبائي اتسع هامش الميزانية من 2% سنة 2008 إلى 3.9%سنة 2009.

أما التضخم تناقص من 4.7% عام 2008 إلى 2.8% سنة 2009 عاكسا ضعف الطلب الخاص وتكاليف الصرف وأسعار النفط المنخفضة، كما انعكس معدل النمو المنخفض على سوق العمل حيث تناقص عدد العمال عام 2007، بارتفاع معدل البطالة من 3.2% إلى 3.6% وهو ارتفاع طفيف مساعدا بذلك على خلق برامج الشغل وإبعاد المرأة عن الأعمال الثقيلة، كما أن هناك انخفاض أكثر حدة في الولايات المتحدة الأمريكية في قيمة سلع الاستيراد بـــ25.7% و13.7% في قيمة سلع التصدير خالقا فارقا تجاريا هائلا وفارقا في الحساب الجاري بـــ 5.1 % من الناتج المحلى الإجمالي[1].

وهناك مظاهر اقتصادية تكمن في تعزيز الطلب المحلي وتوضيح المنظر العام لانتعاش الاقتصاد الكوري سنة2009، حيث أن الاستهلاك الخاص والاستثمار استعملت لتعويض نفقات الحكومة والشغل العمومي لتكون الميكانيزمات المحركة لنمو الطلب المحلي، وتحسن الظروف الخارجية تساهم بشكل كبير في تحسن الصناعة ويساهم كذلك في تحسن مجال الصادرات.

يؤثر مجال الصناعات كالسيارات والالكترونيات على مسار التجارة الدولية، لذا فبعد التراجع بدأت صادرات البلاد الصناعية تتعافى في النصف الثاني 2009 ومتوقع استمرار ذلك حتى 2010. أيضا وبمنحها صيغ نمو متسارعة وتحسن قوي في دول أخرى نامية، فإن الصادرات ستبقى منتعشة في مجال صادرات صناعة تكنولوجيا المعلومات " the information technology "(IT) ، صناعة شبه المواصلات" primarily semiconductors" (PS) ، وشركة الهواتف النقالة سيبقى لها دور قيادي مدعومة بتحسن الطلب الدولي وقدرتها التنافسية على الطلب العالمي على السيارات الموجه للولايات المتحدة الأمريكية بسبب اتساع الطلب وتعافيه في هذه الأخيرة. وتبقى الصادرات البيتروكيميائية مرهونة بتخطي الإنتاج العالمي للطلب على خلفية استرجاع معدلات الإنتاج جيدة في الشرق الأوسط منتصف2010. ومع ارتفاع أسعار التصدير في بعض الصناعات البترولية وصناعة تكنولوجيا المعلومات "information technology" (IT) مما يؤدي إلى تحقيق فوائض كبيرة.

من جهة أخرى فان العملة "الوون" won عرف معدل تبادل بـــ w1.100 مقابل الدولار الواحد في سنة 2010 أي أحسن بـــ 15% من سنة 2009، فإن العملة القوية قد تؤثر على القدرة التنافسية في الأسواق

(1) Bank of Korea ,Base Rate , http:// eng.bok.or.kr

الدولية، مع أن الخبرة السابقة أكدت أن الضرر سيكون محدود، كما يضاف صافي الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي في النمو خلال 2010 رغم أنه أقل مما كان عليه في سنة 2009.

والاستهلاك الخاص متوقع أن يرتفع بـــ 5% مع النمو القوي في النصف الأول لسنة 2010 الأمر الذي يعكس وجود ضغط حاد في الاستهلاك في النصف الأول من عام 2009 وسيكون نمو قوي في العائدات مع توقع اتساع فوائد الشركات. النمو المنتعش في الدخل الوطني الإجمالي سيساهم في زيادة الاستهلاك، وقد بدأ معدل نمو الدخل الوطني الإجمالي بوتيرة أسرع من نمو الناتج المحلي الإجماليGDP وفي النصف الثاني من 2009 بسبب ارتفاع أسعار صادرات صناعة تكنولوجيا المعلومات (IT) ومنتوجات أخرى، وقد يستمر حتى نهاية عام 2010، كما يتوقع استمرار ثقة المستهلك هذا سنة 2010، كما سيساعد استقرار عملة الوون "won "على تسريع ملكيات المنازل لاحتواء التضخم لكن مع نهاية تخفيض الضرائب على السيارات القديمة المستبدلة لتنخفض نوعا ما وتيرة الاستهلاك، وإجمالي الاستثمار الثابت يتوقع نموه إلى 10% في النصف الأول من سنة 2010 وينخفض إلى 5% في النصف الثاني بسبب التناقص في معدات الاستثمار.ثم يتزايد بنسبة 15%، وهو أفضل من النصف الأول و هذه الزيادة ترجع إلى التحسن السريع في مجال الأعمال التجارية والثقة الجيدة بين المتعاملين، وزيادة الاستفادة من القدرات والنمو السريع للإنتاج الصناعي سيدفع الشركات لتوسيع استثماراتها، وعلاوة على ذلك قطاع تكنولوجيا الشركات هو في وضع مالي جيد، ويرجع ذلك إلى تحسن الربحية، وهذا ما يبدو جليا في قطاع تكنولوجيا المعلومات (IT)، وهو ما يمثل 30% من إجمالي الاستثمارات[1].

ومن المتوقع أن يرتفع الاستثمار في مجال العقارات بـــ 3% في سنة 2010، ويلاحظ بأن الأشغال العمومية في تباطئ بسبب قلة الحوافز المالية من الحكومة، لكن بناء العقار سيرتفع لأن الحكومة قد خففت بعض القيود المفروضة، وتعتزم زيادة المعروض من المساكن الشعبية. أما سوق الشغل فهو أقل تضررا، حيث تخطط الحكومة لإعادة برمجته، بينما التوظيف في القطاع الخاص يكون بطيئا في ضوء التأخر بين النمو والعمالة، مع وجود معضلة في قطاع الشغل الذاتي والذي أخرج أكثر من 300.000 عامل خلال الربع الثالث من سنة 2009. مع ذلك فإنه من المتوقع أن يصل عدد العاملين إلى 150.000، لكن ستبقى للبطالة مصدر قلق للحكومة. وأن قلة الحوافز المالية والنقدية تؤثر على عملية الانتعاش ولكن يؤثر بنسبة قليلة على عملية النمو، وهذا المحيط يساعد في بقاء معدل التضخم تحت المراقبة، إلا أن الزيادة في أسعار الفائدة من المحتمل أن تكون ضئيلة، سيتم إعادة جدولة الحوافز المالية من 38.8 تريليون أو 3.6% الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2009 من أجل تقليصها إلى 17.2تريليون أو 1.7% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2010، نتيجة لذلك يتوقع تقليص الميزانية المالية من 3.9% سنة 2009 إلى 3 %سنة 2010، ومن المتوقع أن تؤدي كل هذه العوامل في الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 5.2 %سنة 2010 [2]، بينما يتوقع أن يبقى مرتفعا بنسبة 4.6% في سنة 2011، كما أن وتيرة الاستثمارات في معدات الاستثمارات تكون بطيئة. ومن المتوقع أن يصل معدل التضخم إلى 3% خلال الفترة

(1) Bank of korea, Op.cit, http:// ecos.bok.or.kr.

(2) Bank of korea. Economics Statistics System. http:// ecos.bok.or.kr, ABD estimates.

المتوقعة، ومن هدف البنك المركزي أن يبقى التضخم يتراوح بين 2% و4%، وأن قوة العملة ستساعد على احتواء أسعار الواردات بينما استمرت الفجوة في الاقتصاد، هذه العوامل من المرجح التعويض عن أثر التضخم من ارتفاع أسعار النفط.

أما في الحسابات الخارجية من المتوقع أن تنمو صادرات السلع بالدولار الأمريكي بنحو 12% هذا العام، بينما الواردات حسب الطلب المحلي وأسعار والنفط والمواد الأولية تنمو بنحو 20% مقلصة من أعلى معدلاتها في سنة 2009 إلى ما يعادل 1.5% من الناتج المحلي الإجمالي ثم إلى 1% عام 2011. كما أن التقدم غير المنتظر وببطئ الاقتصاد الكوري بين الدول الصناعية سببه ضعف التوقعات وعدم دقتها، بينما داخليا تبقى ديون العقار هي الهاجس الأكبر، حيث أن معدل الدين مقابل الدخل الفردي وصل إلى 150%، بينما ستؤثر مخاطر مقاييس إدارة المخاطر المفروضة على البنوك والمؤسسات المالية البنكية على معدلات النمو في قروض العقار، وعموما فإن الايجابيات تفوق النواحي السلبية وسيتصاعد النمو مجددا [1].

المطلب الثاني: القطاع المالي الكوري.

اقترن تطور النظام المالي في كوريا بالنمو الاقتصادي للبلد، فقد وضعت أساسيات النظام المصرفي في البداية مع إقامة بنك كوريا والبنوك التجارية الأولى في الخمسينات، ثم تطورت البنوك المختصة في الستينات لتقوية الدعم المالي للتنمية الاقتصادية، ومع تنويع وتوسع المؤسسات المالية غير البنكية في السبعينات اتخذ النظام المالي هيكله الجديد.

منذ الثمانينات، دخل النظام في سلسلة من عمليات التحرير والتدويل مع التغير في الإستراتيجية الاقتصادية نحو آليات السوق الليبرالية، كما وسعت مع بداية التسعينات عمليات الإصلاح المالي بشكل كبير من أجل زيادة الفعالية المالية للاقتصاد وتقوية المنافسة بين المؤسسات المالية، ولقد ساعدت كل التغيرات السابقة في بناء نظام مالي فعال نسبيا، حيث بلغ إجمالي أصول القطاع المالي مع نهاية 1997 ما قيمته 1.589,4 ألف مليار وون (937 مليار دولار أمريكي)، وهو ما يعادل 378% من الناتج المحلي الإجمالي[2]، ويتكون القطاع المالي الكوري من بنك كوريا، المؤسسات المالية المصرفية والمؤسسات المالية غير المصرفية.

الفرع الأول: بنك كوريا.

أنشئ بنك كوريا في جوان 1950 وكانت مهمته تتمثل في الحفاظ على قيمة النقد، ومسايرة النمو الاقتصادي من أجل تشجيع النمو واستخدام الموارد المالية بكفاءة من خلال ضمان السير الحسن لعمليات النظام المصرفي والمالي.

ولتحقيق هذه الغاية اضطلع بنك كوريا بكافة الوظائف النوعية للبنك المركزي، فهو بنك القطاع المصرفي وبنك الحكومة كما أنه يتحكم في المعروض النقدي ويشرف على عمليات البنوك، ومع ظهور الأزمة المالية

---

(1) CEIC Data company, www.ceicdata.com/about_ceic.html, ABD estimates.

(2) Ismail Dalla, Korea: Bond market in transition, restructuring the Korean Financial market in a Global economy, Seoul: Korea Development institute1999, p317.

أوكلت عدة وظائف رقابية إلى الهيئة الرقابية المالية، وكنتيجة لذلك أصبح بنك كوريا يعمل باستقلالية أكبر "كبنك مركزي" في دعم السياسة النقدية والإقراضية، ولقد وصل إجمالي الأصول المالية لدى بنك كوريا 112,4 ألف مليار وون (حوالي 66.3 مليار دولار) في نهاية 1997، وهو يمثل 7.1% من مجموع أصول القطاع المالي ككل[1].

الفرع الثاني: المؤسسات المالية المصرفية.

تلعب البنوك التجارية دورا مهما في السوق الكورية لرؤوس الأموال ولو أن أهميتها النسبية في النظام المالي بدأت تنخفض في حين بدأت المؤسسات غير البنكية توسع نشاطاتها، وقد وصل إجمالي أصول هذه المؤسسات المصرفية إلى 892.4 ألف مليار وون في 1997 (أي ما يقارب 526 مليار دولار)، وهو ما يعادل 56.1% من مجموع أصول القطاع المصرفي، وتتشكل هذه المجموعة من أربعة أنواع من البنوك:

1 - البنوك التجارية الوطنية الموسعة: وهي تعمل عبر الوطن من خلال شبكة فروع واسعة، تشمل على 2107 فرعا محليا، 71 فرعا دوليا، 31 مكتبا دوليا، و 36 فرعا مساعدا في نهاية 1995.

2 - البنوك المحلية: بدأت هذه البنوك نشاطها في 1967 عندما أقيم النظام المصرفي المحلي ويشترط "القانون العام للبنوك" أن يكون رأسمال البنوك المحلية 25 مليار وون في حين لابد أن يصل رأسمال البنوك الوطنية الموسعة 100 مليار وون على الأقل[2].

3- البنوك الأجنبية: حيث يمكن إقامة فروع لبنوك أجنبية بترخيص من المجلس النقدي الكوري، وقد سمح لها في البداية بفتح فروعها في كوريا منذ 1967، ثم توسعت نشاطاتها بعد ذلك بشكل ملحوظ.

4- البنوك المتخصصة: أقيمت في الستينات لمحاولة القيام بالقطاعات الإستراتيجية كالبنك الصناعي الكوري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بنك الإسكان الكوري لقروض الإسكان، الفيدرالية التعاونية الزراعية الوطنية.

الفرع الثالث: المؤسسات المالية غير المصرفية:

هناك مجموعة من المؤسسات المالية غير مصرفية في كوريا، والتي ظهر أغلبها في السبعينات، وقد سجلت زيادة معتبرة في العدد والحجم خلال النمو الاقتصادي السريع في السبعينات والثمانينات، ولقد ساعدتها استقلاليتها الإدارية نسبيا في التوسع، حيث بلغ مجموع أصولها في 1997حوالي 584.6 ألف مليار وون (344.7 مليار دولار) أي 36.8 % من مجموع أصول القطاع المالي ككل، و يمكن تصنيف المؤسسات المالية غير المصرفية إلى أربعة فئات حسب نشاطها[3]:

1- مؤسسات التنمية مثل بنك التنمية الكوري وبنك كوريا للاستيراد والتصدير.

---

(1) Ibid, p318.
(2) Ibid, p320
(3) Ibid, p(321-323) .

2- المؤسسات الاستثمارية كالشركات المالية والاستثمارية، شركات التروست لاستثمار الأوراق المالية والمنظمة المالية الكورية للأوراق المالية.

3 - مؤسسات الادخار.

4- مؤسسات التأمين على الحياة.

بالإضافة إلى ذلك هناك بعض المؤسسات التي لا تصنف ضمن مجموعة المؤسسات المالية، إلا أنها تقوم بنشاطات مشابهة، أو مرتبطة جدا بنشاط المؤسسات البنكية وغير البنكية، وهي تضم:

أ – مؤسسات الأوراق المالية بما فيها بورصة كوريا، لجنة الأوراق المالية والبورصة، المنطقة الكورية للإشراف على الأوراق المالية، شركات الأوراق المالية وشركات الاستشارة.

ب– مؤسسات الضمان على القروض وتضم صندوق كوريا للضمانات على القروض والصندوق الكوري لضمان القروض.

ت– شركات المجازفة أو المضاربة.

ث – مؤسسات أخرى مثل لجنة التأمين الرقابية، شركات التأمين، شركات الإيجار.

وفيما يلي جدول يوضح تطور أصول القطاع المالي الكوري وتوزيعها على مختلف مكونات النظام.

الجدول رقم (24): إجمالي أصول القطاع المالي الكوري (1993 – 1997). **(مليار دولار)**

البيان / السنوات	1993	1994	1995	1996	1997
بنك كوريا (أ)	63,089	66,491	70,070	697,43	112420
المؤسسات المالية البنكية (ب)	390,708	469,717	591,594	696,510	892441
المؤسسات المالية غير البنكية (جـ)	278,861	744,328	248,383	872,444	584557
المجموع أ+ب+جـ	732,658	864,952	1,044,912	1,211,125	1,589418

Source: Ismail Dalla, **Korea: Bond market in transition, Restructuring the Korean Financial market in a Global economy**, Seoul: Korea Development institute1999, p320.

وقد أدت اللاعقلانية فيما يتعلق بتمويل المؤسسات قبل الأزمة إلى فشل القطاع المالي الكوري ككل، فلا شك أن عدم ملاءة الشركات الكبرى قد أثرت على قوة المؤسسات المالية، حيث ارتفعت مبالغ "القروض غير الفعالة" (NPLS)* التي قدمتها البنوك التجارية وبنوك الأعمال لتصل في ديسمبر 1997 إلى 43 ألف مليار وون (25.5 مليار دولار)[1].

كما تميز القطاع المالي الكوري أيضا بالضعف وزيادة التعرض للاضطراب قبل الأزمة، وخاصة في قطاع البنوك حيث أصبح يتميز بضعف العوائد في الممارسة التقليدية للوساطة المالية، مما جعلها تتجه نحو العمليات ذات المردودية العالية والمخاطر الكبيرة من خلال الممارسات المجازفية وسلوك المخاطرة على الأسواق المالية وأسواق

* NPLS: Non reforming loans, ou PNP: prêts non performants

(1) Ibid, p 143.

الصرف[1]، كما تميزت السوق المالية أيضا بالضعف نظرا لميل الشركات الكبرى العائلية إلى التمويل المصرفي زيادة على القيود الكثيرة التي كانت تضعها القوانين الكورية أمام استثمارات الأجانب في المحافظ المالية.

وفي الحقيقة، لقد اهتمت برامج صندوق النقد الدولي بإصلاح هذه الجوانب التي تمس فعالية القطاع المالي بصفة عامة، وتعلق الأمر بالإجراءات التالية:

أ – تبني سياسة صرف مرنة مصحوبة بمخطط يهدف إلى زيادة الاحتياطات من الصرف الأجنبي.

ب– إنشاء لجنة للرقابة المالية باحترام المعايير الدولية المفروضة من طرف بنك التسويات الدولية، وإصلاح قطاع البنوك فيما يتعلق بالقروض غير الفعالة للشركات العاجزة، لأنه أصبح من الضروري جدا ترشيد دور البنوك في الاقتصاد، وزيادة على ذلك لابد من تنظيم النشاط المضاربي للبنوك في الأسواق المالية لزيادة فعاليتها، نظرا لأهمية دورها في تفعيل كل من الطلب والعرض على السوق المالية[2].

المطلب الثالث: السوق المالية الكورية:

لقد تطورت السوق المالية الكورية على نحو مدرج حتى السنوات الأخيرة ويرجع ذلك في الأصل إلى الممارسات التقليدية لكل من القطاع العام والخاص في اللجوء إلى القروض البنكية الداخلية والخارجية عند احتياج التمويل، ولقد لعبت الحكومة الكورية دورا فعالا ليس فقط في تنظيم سوق مالية محلية، ولكن أيضا في التصرف كمتعامل مهم في السوق.

شهدت السوق تطورا ملحوظا منذ الخمسينات وإلى غاية أوائل التسعينات بظهور عدة قوانين وأنظمة مشجعة لتطور سوق الأوراق المالية ولكن في إطار مغلق، وينحصر داخل حدود البلد، وفي 1993 أعلنت الحكومة الكورية عن العديد من الإجراءات المتعلقة بتحرير النظام المالي وخاصة تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات، وكجزء من هذا المخطط أصبحت السوق المالية الكورية منفتحة جزئيا أمام الأجانب في جويلية 1994، كما سمح هذا الانفتاح لعدة منظمات إقليمية ودولية كالبنك الآسيوي للتنمية وصندوق النقد الدولي بإصدار سندات بالعملة الكورية (الوون) ولقد حفز أكثر حركة انفتاح السوق الكورية للمساهمة الأجنبية انضمامها إلى منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) في أكتوبر 1996، وكنتيجة أيضا لبرامج صندوق النقد الدولي[3].

الفرع الأول: مكونات السوق.

تتكون السوق المالية الكورية من سوق الأسهم وسوق السندات.

1- سوق الأسهم: كغيرها من قطاعات الاقتصاد الكوري، تأثرت سوق الأسهم بقوة من جراء الأزمة المالية حيث سجلت تراجعا معتبرا في رسملتها السوقية كاستجابة منطقية لانخفاض أسعار الأصول وهروب الاستثمارات

(1) L.Miotti et D.Plihon, Op.cit, p19.

(2) Abe De Ramos, Life after death, CFO Asia, December 2002.

(3) Ismail Dalla, Op.cit, p354.

الأجنبية و انهيار الوون على الرغم من أنها كانت في وضع جيد حتى أفريل 1996، حيث بلغت رسملة سوق الأسهم الكورية 205.5 مليار دولار لتنخفض في جوان 1998 إلى 43.9 مليار دولار[1].

2- سوق السندات: لقد نمت سوق السندات الكورية بقوة وانتظام خلال التسعينات، حيث ارتفع إجمالي قيم السندات من 94.6 ألف مليار وون في 1992 إلى 195.3 ألف مليار وون في 1997، أي بمعدل نمو15.6% سنويا وقد مثلت سوق السندات سنة 1997 حوالي 46.4% من الناتج المحلي الإجمالي، كما تنوع مكونات سوق السندات بين سندات حكومية، سندات خاصة، سندات مالية وأخيرا سندات عمومية[2].

وقد تم إدخال أدوات مالية أخرى إلى جانب الأسهم والسندات، وهي في الغالب أدوات تجمع بين خصائص كل من الأسهم والسندات، بمعنى أسهم مختلطة مع سندات، أو مؤشرات لسندات مجمعة... وهي إجراءات اتبعتها الحكومة لتشجيع التمويل المباشر في الأسواق المالية، كما شجعت الحكومة أيضا نمو الأسواق المستقبلية بالسماح بتداول بعض الأدوات المشتقة كالعقود المستقبلية والخيارات.

كما يتم أيضا تداول بعض مؤشرات السوق المالية كالمؤشر المركب الكوري لأسعار الأوراق المالية (KOSPI)، وهناك أيضا مؤشرات متداولة لأدوات السوق المستقبلية (KOSPI) للمستقبليات، و(KOSPI 200) للخيارات[3].

الفرع الثاني: هيكل السوق المالية الكورية.

تتشكل السوق المالية الكورية من السوق الأولية والسوق الثانوية:

1- السوق الأولية: تقوم السوق الأولية على ثلاثة متعاملين: المصدرون الذين يحتاجون لرؤوس الأموال، المستثمرون الذين يقومون بعرض الأموال، ومؤسسات الاكتتاب التي تقوم بتوزيع الأوراق المالية على المستثمرين، وفي بعض الحالات تتعهد هذه المؤسسات بشراء جزء من الإصدار.

وحسب قانون الأوراق المالية والتداول فإن كل مؤسسة تريد إصدار أوراق مالية ملزمة بالتسجيل لدى لجنة الإشراف المالي (FSC) حتى يتم طرح الإصدار للاكتتاب العام لدى المؤسسات المختصة.

2- السوق الثانوية: لقد ازداد نشاط تداول الأوراق المالية في كوريا بصورة كبيرة خلال التسعينات وبشكل خاص السندات، ويتم التداول سواء في بورصة كوريا (KSE) أو على المنضدة (OTC) حيث يقتصر التداول في البورصة على الأوراق المالية المسجلة، بينما في السوق غير المنظمة فهو يشمل التعامل في الأوراق المالية المسجلة وغير المسجلة، ويتم تسجيل الأوراق المالية على لوحة بورصة كوريا (KSE)، أو على لوحة التسعير الآلي للأوراق المالية على السوق غير المنظمة (KOSDAQ)[4].

---

(1) Ibid, p351.

(2) Ibid, p354.

(3) Korea Stock Exchange, introduction to Korea Securities market. www.kse.or.kr.

(4) Korea securities association. www.ksda.or.kr.

الفرع الثالث: الإطار التنظيمي للسوق.

تتمثل المؤسسات ذات الإشراف على نشاطات السوق المالية في:

1- وزارة المالية والاقتصاد: وهي تشرف على السوق المالية ككل، حيث تقوم بوضع السياسات القاعدية وشرح وتفسير قوانين الأوراق المالية، كما يمكنها سحب تراخيص بعض المؤسسات المالية.

2- لجنة الإشراف المالي: أنشئت سنة 1998، مهمتها الإشراف على كل من الأوراق المالية، البنوك، التأمينات وكل المؤسسات المالية من خلال مجلس الإشراف المالي بالإضافة إلى لجنة الأوراق المالية والعقود المستقبلية لمراقبة سوق الأوراق المالية والمستقبليات.

3- بورصة كوريا: أنشئت في 1953، و هي تقوم بالرقابة على الشركات المسجلة للحفاظ على سلامة السوق وانتظامها، تضع شروط التسجيل وتدير الحركات غير العادية للأسعار، كما تحضَر الإفصاحات عن الحقائق الملموسة للشركات المسجلة، وتحقق في الشائعات المتعلقة بالشركات المسجلة فيها.

4- الجمعية الكورية لتجار الأوراق المالية (KJDA): هي هيئة أقيمت في 1956 لتمثيل مصالح أعضاء البورصة وحماية المستثمرين، كما تقوم بتنظيم الشركات المصدرة والسوق غير المنظمة وقيادة العلاقات العامة، ومعالجة النزاعات بين الأعضاء والمستثمرين.

5- التسعير الآلي لتجارة الأوراق المالية الكورية (KOSDAQ): أسس من طرف جمعية تجار الأوراق المالية في 1997 بغرض التعامل في الأوراق المالية على السوق غير المنظمة، وتتمثل في شبكة كثيفة من الاتصالات تعطي لحظة بلحظة أسعار الأوراق حسب أوامر البيع وأوامر الشراء عبر بيوت السمسرة المختلفة[1].

6- الجمعية الكورية للشركات المسجلة: أقيمت بهدف حماية الشركات المسجلة وكذلك المستثمرين، ترقية العلاقات بين الأعضاء والمساهمة في ترقية وتحسين سوق رأس المال.

وبالإضافة إلى ذلك هناك هيئات أخرى تتولى عمليات الاكتتاب والتداول والإيداع كالمنظمة المالية الكورية للأوراق المالية، والإيداع الكوري للأوراق المالية مع نظام معلوماتي متكامل لكل السوق المالية ضمن منظمة الكمبيوتر للأوراق المالية الكورية (KOSCOM).

ولقد شرع في عملية فتح السوق المالية الكورية أمام استثمارات الأجانب منذ بداية التسعينات استجابة لتطور واتساع السوق، ثم قامت الحكومة بالتحرير الكامل لسوق الأموال بصفة عامة بما فيها السوق المالية والاتجاه أكثر نحو عولمتها بتطبيق برنامج صندوق النقد الدولي، مما أدى إلى زيادة مساهمة الأجانب في السوق حيث بلغ عددهم في ديسمبر 2002 ما يقارب 14128، وبلغ إجمالي ملكيتهم في السوق حوالي 77.6 مليار دولار وهو ما يعادل 36% من رسملة السوق مما يشير إلى أثر الانفتاح المالي على أداء السوق المالية الكورية، وفيما يلي الجدول التالي يوضح تطور صافي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى السوق المالية الكورية[2].

---

(1) Ismail Dalla, Op.cit, p364.

(2) Korea Stock Exchange, Op.cit. www.kse.or.kr.

الجدول رقم (25): تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية 2001-2007 **(مليار دولار)**

لبيان / السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	05-2002	07-2006
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر	1.1	-0.2	0.1	4.6	2.0	-4.5	-13.7	1.6	-9.1
استثمار المحفظة المالية	6.6	0.7	17.9	8.6	-1.7	-22.7	-19.1	6.4	-20.9
(الأسهم)	9.8	-1.1	12.4	5.8	-0.4	-23.7	-81.2	4.2	-52.4
(السندات)	-3.2	1.8	5.5	2.8	-1.3	0.9	62.1	2.2	31.5
صافي القروض البنكية	-10.1	6.7	-9.5	-3.3	1.3	42.9	31.2	-1.2	37.1
صافي القروض التجارية	-4.0	2.7	6.3	7.1	8.2	11.5	11.5	6.1	11.5
استثمارات أخرى	3.7	-2.6	0.5	-7.6	-2.7	-6.0	-1.3	-3.1	-3.7
إجمالي صافي التدفقات	-2.7	7.3	15.3	9.4	7.1	21.1	8.6	9.8	14.9

Source: Bank for International Settlements, BIS Papers n°44, **financial globalization and emerging markets capital flows**, Monetary and Economic Department, December 2008, p307.

من خلال الجدول يتبين أنه خلال الفترة 2002-2005 بلغ صافي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بمتوسط قدره 9.8 مليار دولار في السنة، ويرجع ذلك زيادة الاستثمارات في الحوافظ المالية والقروض التجارية، حيث بلغت في المتوسط نحو 6 مليار دولار، و يلاحظ أن الاستثمار في الأسهم أفضل نسبيا من الاستثمار في السندات، ومع ذلك سجلت البنود الأخرى كالنقد والودائع والقروض البنكية نموا معتبرا.

من ناحية أخرى أن صافي تدفق رؤوس الأموال إلى كوريا قد نما بشكل كبير منذ عام 2006 حيث بلغت 21.1 مليار دولار، أي أكثر من ضعف متوسط للفترة 2002-2005، حيث ارتفعت بـــ8.6 مليار دولار عام 2007، وكانت هذه الزيادة على مدى العامين الماضيين نتيجة الزيادة في صافي القروض البنكية وصافي القروض التجارية التي بلغت 37.1 مليار دولار و11.5 مليار دولار على التوالي، ومع ذلك سجلت تدفقات الاستثمار في الحوافظ المالية 20.9 مليار دولار ويرجع ذلك إلى انخفاض كبير في صافي الاستثمارات في الأسهم بـــ52.4 مليار دولار[1]، رغم الزيادة المعتبرة في صافي الاستثمارات في السندات بـــ31.5 مليار دولار، ولاشك أن لكل هذه التدفقات الأجنبية لرؤوس الأموال الأثر القوي على المؤشرات المحلية في الأسواق المالية الكورية.

(1) Bank of Korea, monthly bulletin, September 2007, p45.

المبحث الثاني: سوق إندونيسيا.

تعد تجربة التنمية في إندونيسيا من أهم التجارب بالنسبة للبلدان النامية، وهي تستمد خصوصيتها من كونها محاولة جريئة للاندماج في الاقتصاد العالمي مع الاحتفاظ بهامش كبير من الوطنية الاقتصادية وذلك بإتباع سياسات إصلاحية في جميع القطاعات وخاصة المالي منها حيث استطاعت من تخطي الأزمة المالية التي مست جنوب شرق آسيا في 1997 بنجاح وتحقيق معدلات نمو معتبرة.

المطلب الأول: خصائص ومراحل إصلاح النظام الاقتصادي الإندونيسي

يتم تبيان الخصائص ومراحل الإصلاح النظام الاقتصادي الإندونيسي من خلال سرد مجموعة من التطورات والأرقام التي شهده الاقتصاد الاندونيسي وما ميزه خلال الأزمات المالية التي مر بها.

الفرع الأول: خصائص الاقتصاد الإندونيسي.

وصفت الاقتصادية" A.Booth" التاريخ الاقتصادي لاندونيسيا بعبارة تاريخ الفرص الضائعة، هذه الأخيرة تمثل حقيقة أنه رغم الموارد الطبيعية الغنية والخصوصيات والتنوع الثقافي فإن اقتصاد اندونيسيا كان غير فعال في فترات واسعة تاريخيا، كما هناك وجهات أخرى تصف العديد من حالات احتكار الثروة وتحويلها. ففي عديد المرات كانت وعود الحكومة نحو استمرارية جيدة للتطور الاقتصادي والعصرنة، لكن البلد عانى الكثير من الحوادث التي عطلت التقدم الاقتصادي وحوادث جرّها طبيعة المؤسسات خلال أو بعد الاحتلال، مع ذلك ظلت الآثار الخارجية مثل كساد عام 1930 عميقة ومسيئة لاقتصاد التصدير الهش في اندونيسيا[1].

بعد معدل النمو الذي تراوح ما بين 5% و7% في العشريتين الأخيرتين، تأثرت إندونيسيا كثيرا بالأزمة وانخفض معدل النمو إلى 4.7% في 1997 وتراجع معدل الصرف بنسبة 12% في حين أن التضخم بلغ 66%، ما تحول لاحقا إلى أزمة حادة، وتأكد أن مؤسسات البلاد المالية غير مؤهلة لتجاوز الأزمة، ومن الواقعي أن تؤكد أن ما حقق من العقود الثلاث الماضية اقتصاديا قد محي تماما خلال أزمة دامت فقط أشهر، كما فقدت العملة المحلية قيمتها، كما فوجئت الحكومة بالديون المرتفعة خلال الأعوام الخمس الأخيرة للقطاع الخاص[2].

الفرع الثاني: مراحل إصلاح النظام الاقتصادي الإندونيسي:

تتمثل في المراحل التالية[3]:

1- المرحلة الأولى: التخفيض في بعض التعريفات الجمركية، وإزالة القيود الكمية المفروضة على الواردات، تحديد القوانين الوطنية على الاستثمارات المحلية والأجنبية، تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات، اعتماد نظام سعر الصرف المعوم.

---

(1)Timonthy Lane & Steven Phillips, IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea ,and Thailand A Preliminary Assessment, international monetary fund Washington DC 1999.P2

(2)Ibid, p05.

(3) Tze-Wei Chen & A. Peter Petri, Indonesia 2009 Individual Action Plan Study Report, Asia Pacific Economic Cooperation 12 January 2009, p04.

2- المرحلة الثانية: تسهيل إجراءات التصدير والاستيراد، تحديد تحرير الزراعة، تخفيض الجباية الخارجية، إزالة القيود الكمية على بعض الواردات ومنح تراخيص الاستيراد، اعتماد إجراءات سهلة على الاستثمار الأجنبي وإلغاء القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر وخاصة الاستثمارات الموجة للتصدير، تبديل نظام الجمارك الفاسد بشركات أجنبية كسويسرا، الإعفاء من الرسوم الجمركية والرسم على القيمة المضافة على الاستثمارات الموجهة نحو التصدير، تحرير النظام المصرفي.

3- المرحلة الثالثة: إعادة هيكلة النظام المالي بما فيه غلق 16 بنك خاص، وتحرير التجارة الأجنبية والاستثمار، إزالة كل العوائق في جميع القطاعات، تحرير الزراعة، مصادرة تراخيص غير قانونية خصوصا في بعض المجالات كصناعة الحديد والمركبات ومعدات النقل والصناعات الالكترونية، تخفيض الرسوم الجمركية على السيارات المستوردة وقطع غيارها، وكذلك تسهيل التراخيص للمنتجين وإلغاء كل رسوم وضرائب التصدير، تكريس سياسات مكافحة الفساد وإحياء منافسة قانونية، الاعتراف بالمستورد ووكالته في عدة صناعات مثل صناعة الأغذية والقطاعات الفرعية لزيوت التشحيم، تحرير السوق بالنسبة لخمس قطاعات خدمية وهي قطاعات الاتصالات السلكية واللاسلكية، السياحة، والخدمات المالية والمصرفية .

إن تباطؤ النمو الاقتصادي خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة ليس بنسبة كبيرة على اعتبار أن الاقتصاد لا يعتمد على الصادرات بشكل كبير (الذي بلغ 30% من الناتج المحلي الاجمالي2008)، وأن السوق المحلية واسعة واستمر البطؤ في النمو حتى الربع الثاني من 2009 بسبب ارتفاع أسعار الصادرات[1]، كذلك مع تنشيط السياسة المالية والسياسة النقدية تحسن نوعا ما الاقتصاد في الربع الرابع من 2009 وارتفع معدل الناتج المحلي الإجمالي إلى 4.5% بنقطة فوق المتوسط في الخمس سنوات الفارطة، ونما الاستهلاك الخاص بنسبة 4.7% في عام 2009 ليساهم في نمو الناتج المحلي الإجمالي لهذا العام بنسبة 2.8% وساعد في ذلك مواسم الحصاد الجيدة التي عززت الدخل في المناطق الريفية، والتضخم المنخفض، والتحويلات النقدية الحكومية للأسر الفقيرة في وقت مبكر عام 2009.

وخفضت الحكومة من الضرائب وعززت في الإنفاق الاستهلاكي بنسبة 15.7% (للسنة الثانية على التوالي) الذي ساهم بـــ 1.3 نقطة مئوية في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وكذا التحضير لرفع معدلات الميزانية لتحفيز الاقتصاد، وكانت المحفزات المالية عاملا أساسي في زيادة الإنفاق العام وكذا رفع الأجور للمستخدمين المحليين، ومع التباطؤ الاقتصادي وأزمة المالية العالمية تأخر معدل نمو الاستثمارات، حيث أن الاستثمارات الثابتة شهدت ارتفاعا طفيفا بنسبة 3.3% وذلك بسبب زيادة النفقات على المباني ومشاريع البنية التحتية وانخفض الاستثمار في الماكنات والمعدات بنسبة 9.2%[2]، وأما التجارة الخارجية حققت صافي صادرات ايجابي مساهما بـــ 1نقطة مئوية في نمو الناتج المحلي الإجمالي، على جانب العرض فإن قطاع الزراعة نما بنسبة 4.1% (رغم أنه

(1)Asian Development Outlook database; Statistics Indonesia. http://www.bps.go.id.

(2) CEIC Data Company. www.ceicdata.com.

أبطأ مما كان عليه في عام 2008)، فالحصاد كان جيدا لكن الطلب توجه نحو صادرات الموارد الطبيعية وزيت النخيل وكذلك تحسن النمو الصناعي بعد 2008 بنسبة 2.1% بعد انهياره نهاية 2008 و بداية 2009[1].

كما أن ارتفاع إنتاج الفحم والنحاس أدى إلى ارتفاع إنتاج قطاع المناجم بنسبة 4.4%، لكن إنتاج النفط الخام انخفض بنسبة 3% أي ما يعادل 301 مليون برميل سنة 2009، في حين أن قطاع البناء شهد ارتفاع بنسبة 7.1% وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات في هذا القطاع ونفقات الحكومة المتزايدة على الهياكل القاعدية وتجدد النمو في قطاع الخدمات بنسبة 5.7% لكنه يساهم في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أكثر من مساهمة القطاع الصناعي والزراعي معا، حيث يمثل نسبة 45% من الناتج المحلي الإجمالي، وكانت مساهمة قطاعي النقل والاتصال بنسبة أكبر من باقي الخدمات وأدى انخفاض أسعار السلع التصديرية إلى انخفاض الطلب على الصادرات السلعية بنسبة 14.4% في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار عام 2008، وتراجعت الواردات السلعية بنسبة 27.7% مما يعكس الأسعار المنخفضة وضعف الاستثمار في الماكنات والمعدات وتناقص في الصادرات من السلع المصنعة في نهاية 2009[2].

وتظهر البيانات الشهرية تحسن أسعار الواردات والصادرات والطلب كذلك، وحقق الفارق في الواردات والصادرات فائضا تجاريا بـــ35.2 مليار دولار وكذا فائضا في الحساب التجاري بمعدل 2% من الناتج المحلي الإجمالي، وانخفض صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بحوالي 4 % ما يعادل 3 إلى5 مليار عام 2009 فيما تحسن الاستثمار في الحوافظ المالية بسبب تحسن ثقة المستثمرين، وسجل ميزان المدفوعات فائضا كبيرا كما تحسنت الاحتياطات الدولية من 50.6 مليار دولار في أكتوبر 2008 إلى 66.1 مليار دولار مع نهاية 2009،كما دخلت الحكومة في اتفاقيات مقايضة العملات بلغ مجموعها أكثر من 30 مليار دولار قد تساهم في تعزيز مكانتها الخارجية.

إن مواسم الحصاد الجيد وتحسن العملة مع انخفاض أسعار الغذاء والنفط عالميا أدى إلى انخفاض التضخم إلى أدنى مستوياته، من 12.1% في سبتمبر 2008 إلى 2.8% في سبتمبر 2009 و بلغ في المتوسط إلى 5% عام 2009، وانخفض معدل البطالة من 8.1% في فيفري 2009 إلى 7.9% في أوت 2009 ولكن فرص العمل في القطاع الرسمي بلغت نسبة 0.8% فقط أي 260000 منصب عمل، كما ساهمت مساعدة الدولة للأسر الفقيرة ونسب التضخم المنخفضة خصوصا في الغذاء في انخفاض نسب الفقر بنقطة مئوية في المعدل بنسبة 14.1% خلال 12 شهر حتى مارس 2009.

مع تباطؤ النشاط الاقتصادي ونسب التضخم المرتفعة قام البنك المركزي الاندونيسي بخفض معدلات الفائدة بـــ 300 نقطة أساسية في نوفمبر 2008 إلى 6.5% في أوت 2009[3]، لكن مع تباطؤ البنوك التجارية في تطبيق هذا الإجراء كان التأثير ضعيفا على حجم القروض. وتباطؤ نمو حجم الائتمان إلى 10% سنة 2009،

(1) Indonesia, Economic and Social Update October 2008, the world bank, p18.

(2) Ibid, p19.

(3) Bank Indonesia. http://www.bi.go.id; CEIC Data Company.

وتراجع معدل عرض النقود إلى 12.4% بحلول نهاية عام 2009، ومع مرور السنة تحسنت المؤشرات المالية وكسبت العملة مقابل الدولار 18.2% عام 2009 الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستهلاك، زيادة تدفقات رأس المال وكذا أسعار الأسهم والسندات الحكومية، وعادت معدلات الائتمان كما كانت عليه قبل الأزمة. ولمواجهة آثار الركود العالمي خصصت الحكومة مجموعة من الحوافز المالية كلفت 13.3 تريليون روبية أي حوالي 1.4% من الناتج المحلي الإجمالي، وتكونت هذه الحوافز من الإعفاءات الضريبية والإعانات لدعم الاستهلاك الخاص والشركات (84%من مجموع الحوافز)، كما ساعد انخفاض أسعار النفط على تخفيض الإنفاق على دعم الوقود هذا يعني أن الإنفاق كان أقل مما حدد له في الميزانية، وتراجعت الإيرادات الحكومية بـــ 15%، فقلصت من أرباح الشركات وكانت النتيجة وجود عجز في الميزانية بـــ1.6% عام 2008[1]، وزيادة التمويل لمجموعة من الحوافز المالية الأخرى كان عن طريق موارد الميزانية غير المنفقة من عام 2008، وكذلك عن طريق إصدار سندات حكومية، وحصنت الحكومة نفسها من الأزمة المالية بتوفير 5.5 مليار روبية خلال سنة 2010، مما ساعد لعودة الثقة للأسواق المالية متحصلة على 13.7 مليار روبية من أسواق الدين المحلية والدولية في عام 2009، ومع ذلك انخفضت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 28% في سنة 2009[2]، وقد ساعد توسع الاقتصاد وتعزيز الميزانية العامة وانخفاض أسعار الفائدة على التخفيف من عبء الديون مما يعكس تحسن أوضاع البلاد الداخلية والخارجية، حيث رفعت مؤسسة "ستاندرد أند بور" معدلات الائتمان بالعملة الأجنبية على المدى البعيد لتصنيف الديون السيادية لإندونيسيا من درجة BB إلى -BB في مارس2010، أما مؤسسة "فيتش" فصنفتها من درجة +BB إلى BB في جانفي لهذا العام، وأحرزت الحكومة بعض التقدم في معالجة معوقات النمو الاقتصادي، ووضعت اللمسات الأخيرة على قانون الضريبة الإقليمية المصادق عليه العام الماضي وتوضيح حدود الضرائب الجديدة التي يمكن تحصيلها، وأنشأت لتمويل الصادرات وكالة جديدة لتوفير أقل تكلفة لائتمانات التصدير للشركات الصغيرة والمتوسطة، وكثفت الجهود لتحسين إمدادات الكهرباء وبالتالي وزاد الطلب على الكهرباء بـــ 8% في العام، وقد نص قانون صدر في عام 2009 يسمح لمستثمري القطاع الخاص والسلطات المحلية لتوليد ونقل وبيع الكهرباء دون الحاجة إلى العمل مع شركة حكومية.

وعموما الاقتصاد الاندونيسي يتمتع حاليا بأفضل حالاته منذ الأزمة المالية بمعدلات نمو تتراوح بين 4.8% و6.2% في الفترة الممتدة من 2003 إلى 2010 خارج قطاع المحروقات. وماليا تحسنت الأمور بشكل ملاحظ حيث أن الخزينة ظلت تشهد نسب مريحة، كما تراجعت المديونية الأجنبية من 57% إلى 27% خلال نفس الفترة.

---

(1) www.bloomberg.com/markets/currencies.

(2) Directorate General of Debt Management, Asian Development Outlook database. http:// www.dmo.or.id.

المطلب الثاني: النظام المالي في إندونيسيا.

أفرد هذا المطلب لتناول النظام المالي في إندونيسيا، على أن ينتقل بعدها لتناول تجربة تطوير سوق الأوراق المالية في إندونيسيا بالتفصيل.

الفرع الأول: خصائص النظام المالي في إندونيسيا.

كان النظام المالي في إندونيسيا خلال المرحلة الأخيرة من الاحتلال الهولندي مسخرا لخدمة المصالح الاستعمارية، مع تقديم دعم لبعض البرامج الاجتماعية المخصصة لمنفعة سكان المناطق الريفية.

وبعد الحرب العالمية الثانية وتحديدا في الخمسينات انتقلت السيطرة على النظام المالي إلى إندونيسيا، بيد أنه خلال الفترة 1957– 1962 خضع النظام المالي الرسمي بشكل مكثف لقوى الكبح المالي، وذلك نتيجة للسياسات التي انتهجتها حكومة الرئيس الأسبق "سوكارنو" آنذاك، وكانت أهم ملامحها ما يلي[1]:

– إلغاء كل أنواع الملكية الخاصة ومنع مشاركتها في النظام المصرفي.

– تأميم البنوك التي كانت مملوكة للهولنديين، و بعدها تم إدماج البنوك المؤممة في مؤسسة واحدة تقوم بمهام البنوك التجارية والبنوك المركزية معا.

– تزايد اعتماد الحكومة على البنك المركزي لتمويل معظم الإنفاق الجاري للموازنة العامة خصوصا بعد عام 1960، الأمر الذي أدى إلى تضخم جامح، قوض من الثقة العامة في عملة إندونيسيا الوطنية (الروبية)، وقلص من الحجم الحقيقي للعرض النقدي.

وقد أدت السياسات السابقة إلى تدمير النظام المالي، ويمكن أن يقال في ضوء ذلك أن النظام المالي الإندونيسي(سواء بدلالة قدرة مؤسساته أو قيمة أصوله المالية) لم يكن موجودا بشكل عملي في عام 1966، حينما استولى سوهارتو على السلطة.

وتأسيسا على ما تقدم يمكن القول أن النظام المالي الإندونيسي الحديث هو نتاج العقود الثلاثة الأخيرة من القرن العشرين، خلال الفترة من 1966– 1996 شهدت إندونيسيا مرحلتين زمنيتين من التنمية المالية السريعة، مع تداخل عقد من الركود النسبي، تخللتها فترة من التراجع الاقتصادي بفعل السياسات عامي 1991 و1992، فضلا عن سنتي الأزمة التي أعقبت تلك المرحلتين.

وبدأت المرحلة الأولى للتنمية من عام 1968 و استمرت حتى 1976، وتمثل فترة إصلاح ما لحق بالنظام المالي في عهد سوكارنو وتركزت على القطاع المصرفي، وتمتد المرحلة الثانية من عام 1983 إلى 1996 وتمثل مرحلة تزايد معدلات نمو القطاع المالي بشكل سريع، حيث شهدت تغير هيكلي مع توسع في جميع أنواع المؤسسات والأصول المالية.

وبين فترتي التنمية المالية كان عقد الازدهار البترولي (1973– 1982) الذي شهد تغير في النشاط التمويلي بالنسبة للقطاع المالي الحكومي والمؤسسات المالية بالخارج، وقد قلصت السياسات الحكومية المتبعة في

---

(1) David C.Cale& Betty F.Slade, Building a Modern Financial system…The Indonesia Experience, Cambridge university, press1996, p09.

ذلك العقد نمو النشاط المصرفي، بينما فشلت المحاولات التي بذلتها الحكومة لتشجيع أسواق المال الأخرى خصوصا سوق الأوراق المالية.

ونتيجة للسياسات الحكومية التي انتهجتها الحكومة عامي 1991 و1992 لكبح التضخم وتقوية ميزان المدفوعات وتحسين فعالية النظام المالي من خلال وضع لوائح تنظيمية تحوطية لتنظيمه انخفض النمو الاقتصادي، وخلال عام 1993 تم تخفيف حدة تلك الإجراءات بعد ما أتت بالنتائج المرجوة منها، وعندئذ تمت استعادة النمو الاقتصادي المرتفع.

ونعرض فيما يلي بالتفصيل لمراحل تطور النظام المالي في إندونيسيا بصفة عامة، على أن نتناول بالتفصيل في الجزء التالي لتجربة إندونيسيا في تطوير سوقها للأوراق المالية.

الفرع الثاني:تطور النظام المالي الإندونيسي.

إن أفضل مقياس لحجم القطاع المالي ومعدل نموه، هو نسبة الأصول التي تحوزها المؤسسات المالية (كالبنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية) مضافا إليها الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وقد ارتفعت تلك النسبة في إندونيسيا بشكل مطرد خلال العقود الثلاثة الأخيرة من القرن الماضي، إذ أنها ارتفعت من 26% عام 1969 إلى 32% عام 1972 ثم إلى 35%، 50%،81%، 120%، 124% في أعوام 1977، 1982، 1988، 1993، 1994 على التوالي[1].

و يوضح الجدول الموالي تطور مكونات القطاع المالي كنسبة مئوية عن الناتج المحلي الإجمالي لإندونيسيا.

الجدول رقم (26):حجم مكونات القطاع المالي في إندونيسيا. (%)

السنة	نسبة الأصول المصرفية	نسبة السندات	نسبة رأس مال الأسهم
1989	49,5	2,7	2,4
1990	60,5	1,6	7,6
1991	64,5	5,5	5,8
1992	63	8,9	9,4
1993	58,8	9,2	22,8
1994	57,3	5,8	30,2

Source: John Montgomery, **Indonesian Financial System To Economic Performance and key Issue**, Editions Macroeconomic Issue Facing Asean Countries, Washington IMF,1997, p247.

وتشير البيانات الواردة بالجدول السابق إلى الآتي:

- ارتفاع أهمية القطاع المالي في الاقتصاد الإندونيسي نتيجة لارتفاع نسبة مكوناته إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- يمثل النظام المصرفي أكبر وزن نسبي بين مكونات النظام المالي، ورغم تراجع أهميته نسبيا في السنوات الأخيرة بالمقارنة بالسنوات الأولى، فإنه لم يزل يمثل جوهر النظام المالي في إندونيسيا.
- تزايد أهمية سوق الأسهم في الاقتصاد الإندونيسي، إذ ارتفعت نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي من 2.4% عام 1989 إلى 30.2% عام 1994.

(1) Ibid, p14.

– انخفاض أهمية السندات كمصدر لتمويل أنشطة قطاع الشركات والحكومة، ومرد ضعف سوق السندات أسباب عدة سوف نتناولها عند استعراض تطور سوق الأوراق المالية في إندونيسيا.

ولا شك أن التطورات الكمية والكيفية التي شهدها النظام المالي الإندونيسي هي نتيجة للعديد من العوامل المرتبطة بالسياسات التي اتبعتها الحكومة لتشجيع النظام المالي وتطويره، ويمكن تقسيم تلك التطورات إلى ثلاث مراحل وهي[1]:

1. المرحلة الأولى 1966 – 1976:

وتمثل تلك المرحلة مرحلة النمو الأولى، وقد بدأتها إندونيسيا بإتباع برنامج شامل للتثبيت في أكتوبر 1966 بمساعدة صندوق النقد الدولي ومجموعة الدول المانحة للقروض، وقد عمل البرنامج على تحقيق خفض حاد في العجز المالي، وفرض قيود على ائتمان البنك المركزي للحكومة والمشروعات المملوكة لها، وتم تخفيض سعر الصرف الأساسي للروبية مع وضع سعر قانوني معوم للصرف الأجنبي يستجيب للتغيرات في ظروف السوق، وقد أدت تلك السياسات إلى خفض معدل التضخم المرتفع جدا قبل إتباع البرنامج والذي وصل إلى نحو 150% عام 1967.

وفي عام 1967 صدر قانون شامل للبنوك تضمن أحكاما لكل من البنك المركزي والبنوك، وبموجبه تم إنشاء ستة بنوك دولة "State Banks"، كما تضمن القانون تحديدا لمسؤوليات كل من بنك إندونيسيا ووزارة المالية وبنوك الدولة بشكل واضح.

وخلال عام 1968 استمرت معدلات التضخم ثلاثية الأرقام في الانخفاض، إذ أنها هبطت في سبتمبر 1968 إلى 50%، و بدأ الاقتصاد الإندونيسي في الانتعاش.

وخلال العام ذاته انتهجت الحكومة الإندونيسية سياسة نقدية جديدة، هدفت إلى جذب الأموال إلى الجهاز المصرفي، وقد تضمنت تلك السياسة رفع معدل الفائدة على الودائع المصرفية من 33% إلى 72%، ورفع معدل الفائدة على الإقراض المصرفي إلى 60%، وتمت تغطية الفرق بين المعدلين جزئيا بإعانات مقدمة من البنك المركزي، وقد أدت تلك السياسة إلى زيادة الودائع المصرفية وتزايد تدفقات الصرف الأجنبي إلى داخل إندونيسيا، الأمر الذي أدى بدوره إلى رفع سعر الصرف الثانوي المعوم بنسبة 25%، ومع زيادة تدفقات موارد الصرف الأجنبي بجانب تزايد حجم الائتمان المصرفي تزايد حجم الطاقات الإنتاجية للاقتصاد الإندونيسي[2].

ونتيجة لتحسن الأحوال الاقتصادية، قررت الحكومة تحرير حساب رأس المال من ميزان المدفوعات مع توحيد أسعار الصرف ليصبح هناك سعر واحد مرتبط بالدولار الأمريكي.

---

(1) John Montgomery, Op.cit, p(247-249)

(2) David C.Cale & Betty F.Slade, Op.cit, p17.

ومع حلول عام 1971 قررت الحكومة تخفيض أسعار الفائدة الاسمية على الودائع المصرفية إلى 24 % مع تخفيض الدعم على الودائع لأجل. وحتى عام 1972، و مع نهاية تلك المرحلة كانت السياسات الحكومية خلال تلك الفترة قد سجلت نجاحا كبيرا.

2. المرحلة الثانية 1973 – 1982:

وهي مرحلة الكبح أو التقييد المالي، وقد بدأت بتحقيق فوائض ضخمة في كل من الحساب الجاري من ميزان المدفوعات وإيرادات الموازنة العامة نتيجة للزيادة الضخمة في أسعار وإيرادات البترول عام 1973، وقد أدت تلك الفوائض إلى زيادة الطلب والإنفاق المحليين ومن ثم زيادة معدل التضخم.

وقد عجز البنك المركزي الإندونيسي عن إدارة الزيادة في السيولة الناجمة عن زيادة التدفقات الداخلة في الصرف الأجنبي، إذ أنه بدلا من أن يرفع نسبة الاحتياطي المطلوبة في البنوك لمستويات أعلى أو يقرر رفع القيمة الخارجية للعملة الوطنية لكبح جماح التضخم، فإنه قرر أن يلجأ إلى أسلوب الكبح المالي بتحديد سقوف على ائتمان البنوك التجارية في أفريل 1974 في محاولة منه للسيطرة على العرض النقدي، كما قرر وضع حدود على أسعار الفائدة الاسمية الأمر الذي أضحت معه معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع والإقراض معدلات سلبية بفعل معدلات التضخم المرتفعة، إذ بلغ معدل التضخم عام 1974 نحو 41% فيما بلغ معدل الفائدة الاسمي على الودائع 15% ونتيجة لما تقدم توقفت نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن الارتفاع.

ومع بداية عقد الثمانينات من القرن الماضي، تم تمويل معظم استثمارات المشروعات العامة المملوكة للحكومة ورأس مالها العامل من خلال الموازنة العامة للدولة أو من خلال الاقتراض من الخارج، وتم تمويل موازنة الحكومة بدورها من خلال توليفة من إيرادات تصدير البترول أو التدفقات الداخلة المستمرة من المساعدات الأجنبية، بينما تم تمويل استثمارات قطاع الأعمال الخاص من خلال القروض الأجنبية من بعض المراكز المالية القريبة من إندونيسيا كسنغافورة وهونغ كونغ، ومن خلال إصدار الأسهم.

ونتيجة للسقوف المفروضة على الائتمان وانخفاض أسعار الفائدة في ظل تثبيت سعر الصرف وتحرير حساب رأس المال، وجد الإندونيسيين أنه من الأفضل لهم الاحتفاظ بأرصدة ودائع بالخارج لاستخدامها عند الانقضاء كضمانات للحصول على القروض من الخارج، وفي الوقت نفسه لجأت البنوك المحلية في إندونيسيا إلى استثمار فوائضها المالية (الزائدة عن المستوى المحدد للسقوف الائتمانية) بالخارج في أصول مالية تعطي عوائد أفضل من الداخل، وبذلك فإن فرض القيود على الائتمان أسهم في تزايد تدفقات الأموال إلى الخارج وخفض التدفقات إلى الداخل.

وقد أدت السياسات السابقة إلى عدم وصول الخدمات المالية الرسمية إلى صغار المستثمرين خصوصا في المناطق الريفية، الأمر الذي أسهم في تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي.

وفي عام 1988 قررت الحكومة الإندونيسية بشكل مفاجئ تخفيض قيمة الروبية بنسبة 50% في مواجهة الدولار الأمريكي، وكان الهدف من ذلك هو تصحيح التفاوت في معدلات التضخم بين إندونيسيا وباقي دول

العالم بهدف تخفيض الطلب على السلع الأجنبية، وقد ترتب على ذلك الخفض تحقيق أرباح قدرية لبعض العناصر الاقتصادية وخسائر للبعض الآخر.

ومع الإجراء السابق تناقصت التوقعات بشأن إجراء المزيد من التخفيض في قيمة الروبية، الأمر الذي حفز المقترضين ثانية على استخدام التمويل الأجنبي، وقد كان للاقتراض الخارجي آثاره التوسعية، والتي دعمتها الزيادة الثانية في الأسعار العالمية للبترول عام 1979، و بذلك أصبح الاقتصاد الإندونيسي يتمتع بوضع غريب، يتمثل في تزامن وجود ثلاثية الوفرة الزائدة في مصادر التمويل، وأسعار فائدة حقيقية سلبية على الودائع (-9.6% عام 1979)، وأخيرا كبح وتقييد للمؤسسات المصرفية المحلية.

وخلال سنوات النمو السابقة كان الاهتمام أساسا موجه إلى القطاع المصرفي، ولم تمتد أيدي الإصلاح لسوق الأوراق المالية اللهم إلا بعض المحاولات التي تمت في نهاية السبعينات لتنمية بورصة "جاكرتا" للأوراق المالية.

3. المرحلة الثالثة 1983 – 1996:

وهي مرحلة الإصلاح والتنمية المالية الثانية، وكانت بداية انخفاض أسعار البترول عام 1982 قد أعطى إشارة قوية إلى أن ثمة انقلاب مضاد في الظروف الاقتصادية لإندونيسيا قد بات وشيكا، وتبعا لذلك بدأت جولة إجراءات جديدة في عام 1983 وتزامن ذلك تشكيل وزارة جديدة بعد إعادة انتخاب سوهارتو.

وكانت البداية في السياسة المالية العامة، حينما قررت الحكومة (إزاء تراجع أسعار البترول وفي إطار مبدئها الهادف إلى تحقيق الميزانية المتوازنة أو أدنى عجز مالي ممكن) خفض الإنفاق العام من خلال تراجعها عن تنفيذ تعهداتها بمشروعات معينة.

وقد أعقب ذلك قيام الحكومة مرة ثانية بخفض قيمة الروبية في مواجهة الدولار بنسبة 38.5% في نهاية مارس 1983، وذلك بهدف تخفيض الواردات وتشجيع الصادرات لتعويض الانخفاض في الإيرادات العامة نتيجة لتدهور أسعار البترول، وانتقلت عملية الإصلاح بعد ذلك إلى القطاع المالي، حيث أعلنت الحكومة في جوان 1983 إزالة كافة السقوف على الائتمان والقيود على أسعار الفائدة.

وفي سبتمبر 1983 تبنت الحكومة برنامجا كبيرا للإصلاح الضريبي، بدأ بتطبيق ضريبة القيمة المضافة مع تطوير نظام ضرائب الدخل، وقد أثبت ذلك البرنامج كفاءة في دعم الإيرادات الحكومية في مواجهة الانخفاضات المتتالية في أسعار البترول ومن ثم إيراداته.

وبين الفترة من نهاية مارس 1983 إلى ديسمبر 1988 حدث تغير هيكلي في النظام المصرفي الإندونيسي، حيث تزايد نصيب البنوك المحلية الخاصة من إجمالي أصول الجهاز المصرفي من11.2% إلى 24%، بشكل عكس استجابتها الفورية لإزالة السقوف الائتمانية، وكان ذلك في مواجهة تراجع نصيب كل من البنوك الحكومية والبنوك الأجنبية، حيث تناقص نصيب الأولى من 80.2% إلى 71% وتناقص نصيب الثانية من 8.6% إلى 5%[1].

(1) Ibid, p(22-23)

وفي 27 أكتوبر وفي إطار سياستها المستمرة لإصلاح الجهاز المصرفي باعتباره جوهر النظام المالي في إندونيسيا، اتخذت الحكومة حزمة من الإجراءات أهمها[1]:

- تخفيف القيود على إنشاء بنوك جديدة، حيث سمح بإنشاء العديد من البنوك الخاصة والبنوك الأجنبية المشتركة، وتشجيعا لها سمح للمشروعات المملوكة للدولة بإيداع 50% من أموالها قصيرة الأجل في البنوك الخاصة بدلا من قصر الإيداع في البنوك المملوكة للدولة.
- تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي من 15% إلى 2% قبل أن ترفع إلى 3% عام 1995.
- إلغاء شرط اعتماد بنك إندونيسيا للقروض طويلة ومتوسطة الأجل.
- إلغاء السقوف على القروض الموجهة للخارج.
- وضع بعض اللوائح التي تقيد من الإقراض المصرفي لبعض الأطراف المعنية، كما وضعت قيود على تعامل البنوك في أنشطة تجارة الأسهم.

وقد أعقب إصلاحات الجهاز المصرفي مجموعة من السياسات الإصلاحية التي صممت خصيصا لتنشيط وتنمية الجوانب الأخرى من النظام المالي وهي سوق الأوراق المالية، وشركات رأس مال المخاطر، وشركات التمويل... وغيرها.

وقد أدت تلك الإجراءات إلى تزايد حجم القطاع المالي بدلالة نسبة الأصول المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي من 50% عام 1982 إلى 81 % عام 1988.

وكان من الطبيعي أن يواكب النمو المستمر في حجم القطاع المالي الاهتمام بوجود حد أدنى من اللوائح التحوطية بالقطاع المالي. وصدرت أول مجموعة من تلك اللوائح في مجال سوق الأوراق المالية عام 1990، و نصت على تقوية السلطات الإشرافية للهيئة المشرفة على السوق (الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية) "Bapepam"، كما تقرر فرض تراخيص على إنشاء شركات الأوراق المالية، ووضعت معايير أفضل لرأسمال تلك الشركات وقواعد إعداد التقارير المالية بها، كما اتخذت العديد من الخطوات لتقوية القاعدة المؤسسية للنظام المالي، حيث تم إصدار قوانين جديدة للمصارف والتأمين والمعاشات بعد أن أقرها البرلمان الإندونيسي عام 1992، كما عدلت قوانين الضرائب لإزالة الحوافز السلبية في مواجهة بعض أنواع النشاط المالي، وأخيرا تم تطوير أداء مهنة المحاسبة والمراجعة لكي تلبي متطلبات الإفصاح التي يتطلبها النظام المالي.

وبعد العرض لتطور القطاع المالي الإندونيسي بشكل عام تنقل إلى الجزء التالي الذي يعرض ويقيم تجربة إندونيسيا لتطوير سوق الأوراق المالية بها.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في إندونيسيا.

دبت الحياة فجأة في سوق الأوراق المالية الإندونيسي عام 1989 بعد أكثر من20 سنة من السبات العميق، ومنذ بداية تسعينات القرن الماضي كان نمو السوق محسوسا من جميع النواحي كعدد الشركات المسجلة، وقيمة رأس مال السوق، وحجم التعامل، وعدد شركات الأوراق المالية، وهناك محاور عديدة سيتم التطرق إليها.

---

(1) John Montgomery, Op.cit, p237.

الفرع الأول: الجهود المبكرة لتطوير سوق الأوراق المالية في إندونيسيا.

خلال فترة الاستعمار الهولندي لإندونيسيا كانت هناك سوق نشطة للأسهم والسندات، وقد أنشئت أول بورصة عام 1912 ولكن أغلقت خلال الحرب العالمية الأولى واستمرت مغلقة حتى عام 1920، عندما أعيد افتتاحها لكي تمارس نشاطها في "باتا فيا" Batavia (جاكرتا الآن). وفي عام 1952 تم إنشاء بورصة أخرى في جويلية 1952، بيد أن أنشطة الأوراق المالية توقفت تماما عام 1956 نتيجة لعمليات التأميم وحظر التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات الهولندية.

وبدأت أولى محاولات الحكومة الإندونيسية لإحياء سوق الأوراق المالية عام 1972 وذلك بمساعدة كل من هولندا ومنظمة التمويل الدولية(IFC)، وقد تحمل عبء التطوير كل من بنك إندونيسيا بالاشتراك مع وزارة المالية. وفي نفس العام فوضت وزارة المالية لإنشاء مجموعة جديدة من المؤسسات المالية غير المصرفية، وذلك بهدف تشجيع سوق رأس المال وتوفير مصادر جديدة للتمويل طويل الأجل، وتم تأسيس مجموعتين من المؤسسات هما[1]:

1- المجموعة الأولى: وهي مؤسسات تمويل الاستثمار وقد بلغ عددها تسع شركات، وتعمل كوسطاء ومروجي للاستثمار ويمكنها أن تساعد في تنمية أدوات الدين طويل الأجل، وأن تصل لمصادر رأس المال الأجنبي والخبرة المالية اللازمة لتنمية التمويل طويل الأجل.

2- المجموعة الثانية: وهي مجموعة المؤسسات التي تعمل في مجال تمويل التنمية وتتعامل في التمويل متوسط وطويل الأجل وشراء الأسهم، وبلغ عددها ثلاث شركات، وقد تم الإشراف على جميع تلك المؤسسات في بداية نشأتها من خلال البنك المركزي، انتقلت بعدها سلطة الإشراف إلى وزارة المالية، قبل أن تعود ثانية للبنك المركزي عام 1988.

وقد تم تخطيط هيكل ملكية تلك المؤسسات بعناية، حيث كان بنك الدولة أو بنك إندونيسيا شريكا رئيسيا مع ثلاثة شركاء أجانب على الأقل من دول مختلفة يشترط أن يكون أحدهم بنك استثمار، ووضعت قواعد معينة للتعيين والتدريب والتصويت، ولم يكن مصرحا لتلك المؤسسات قبول أي أنواع من الودائع أو منح قروض تجارية منتظمة، ويمكن لتلك المؤسسات أن تجمع الأموال من خلال إصدار السندات الأذنية قصيرة الأجل، وكان أهم مصادر تمويل تلك المؤسسات هي الأموال الأجنبية من البنك الدولي وهيئة التنمية الدولية، فضلا على الأموال الخاصة من بنك إندونيسيا، و قد سمح لتلك المؤسسات بحيازة أسهم الشركات المحلية وشركات رأس مال المخاطر، حيث سمح لها بحيازة نسبة تصل على 25% من رأس المال المدفوع في شركات المخاطر.

وقد قامت تلك المؤسسات المالية غير المصرفية بأداء وظائف أهمها[2]:

- ترتيب قروض مشتركة "Syndicate Loans"
- إعطاء ضمانات وتقديم مشاورات للعملاء في عمليات الاندماج والاستحواذ" Mergers&acquisitions"

---

(1) Binhadi, Financial Sector Deregulation, Banking Development and Monetary Policy: The Indonesian Experience (1983-1993), Jakarta, Indonesia 1995, P(75-78).

(2) Ibid, p81.

وقد استلزم الأمر أن تقوم تلك المؤسسات بالاستثمار داخل إندونيسيا مع أسبقية للشركات الوطنية، وفي عام 1978 منحت تلك المؤسسات حق الوصول إلى تسهيلات الخصم في بنك إندونيسيا وبمعدلات منخفضة، وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها المشروعات المحلية، وفي عام 1982 رخص لها بإصدار شهادات إيداع.

ومع النمو السريع في إنشاء البنوك الجديدة وشركات الأوراق المالية التي أنشئت بأموال المؤسسات المالية غير المصرفية، ومع رغبة الحكومة في فصل نشاط الأوراق المالية عن نشاط المصارف، قررت الحكومة تحويل تلك المؤسسات إلى مصارف أو شركات أوراق مالية، ومنحت تلك المؤسسات مهلة سنة لاتخاذ قرارها بالاختيار وكان القرار كالتالي[1]:

- اختارت تسع منها التحول إلى بنوك مساهمة.
- اختارت ثلاث منها التحول إلى بنوك صرف أجنبي.
- في حين قررت مؤسسة واحدة التحول إلى شركة أوراق مالية.

وفي محاولة حقيقة لإحياء سوق الأوراق المالي أصدر الرئيس سوهارتو قرارا رئاسيا في ديسمبر 1972 هدف إلى تنشيط السوق وأجاز القرار بيع الأسهم للمواطنين الإندونيسيين، وقد عمل القرار على الآتي:

أ– إعادة تنشيط الهيكل الاستثماري للسوق.

ب– إنشاء الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية "Bapepam" وتعمل في إطار وزارة المالية، ومن مهامها تشغيل البورصة، ومراجعة وتقييم الطروحات العامة من الأوراق المالية لضمان تحقيق الإفصاح العام، وهي بذلك تعطي تصديق بجدارة الطرح من عدمه.

ت– إنشاء هيئة "داناريكسا" لتعمل كصانع سوق وعنصر استقرار ومثبت لسوق الأوراق المالية، وقد عملت على تشجيع السوق من خلال نشر وتوضيح المعلومات العامة عند اكتتابها في إصدارات الطرح العام، وقد منحت "داناريسكا" امتياز ضمان وترويج ما لا يقل عن 50% من أي إصدارات جديدة تقررها الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية "Bapepam"، وكان أمامها خيارات عدة للتعامل مع تلك الإصدارات لعل أهمها:

- أن تشكل صناديق استثمارات تتكون من حيازاتها من الأسهم، على أن تقوم ببيع الأسهم للجمهور وتعطى في مقابل ذلك شهادة للأفراد المشترين تخول لهم امتلاك حصة من الصندوق واستلام توزيعات نقدية تتوازى مع تلك الحصة.
- أن تحتفظ بالأسهم في محفظتها الخاصة والتي تستخدمها في تحقيق دخول وفي تحقيق أهداف استقرار السوق.

---

(1) D.Goeltom& S.Miranda, Indonesia's Financial Liberalization: An Empirical Analysis of 1981-1988 Panel Data, Singapore, Institute of Southeast Asian Studies1995, p154.

- يمكن أن تشتري الأسهم وتحتفظ بملكيتها لها وحق التصويت، ثم تقوم بعدها بإصدار شهادات لحاملها في مواجهة تلك الأسهم بقيمة اسمية قدرها 10000 روبية، وتبيعها من خلال مكاتب بنك الدولة، و يمكن للمشتري استرداد قيمتها في أي وقت بسعر السوق السائد.

وفي منتصف 1981 أنشأت "داناريكسا" صندوقا جديدا للاستثمار يتكون من أسهم الشركات المدرجة بالبورصة وبعض أصول سوق النقد، وقد قدمت حافزين جيدين في إطار ذلك الصندوق هما[1]:

- ضمان حد أدنى من التوزيعات مساويا على الأقل لسعر الفائدة على الودائع لأجل 12 شهر في بنك الدولة.

- تقوم داناريكسا بإعادة شراء الشهادات حيثما يطلب منها ذلك بأعلى سعرين من القيمة الجارية للمحفظة أو سعر الإصدار الاسمي.

وقد أشارت تقديرات الملكية للأسهم المدرجة بالبورصة أن "داناريكسا" تمتلك 21% من جميع الأسهم المدرجة في محفظتها، و26% من خلال شهادات صناديق الاستثمار، بينما تمتلك المؤسسات المالية الأخرى (عدا البنوك وشركات التأمين) نحو 29% فقط من إصدارات الأسهم.

وخلال الفترة من 1973-1976 صدرت 14 لائحة لسوق الأوراق المالية، وقد عكست تلك اللوائح النموذج الغربي، وتناولت مجالات شتى تتعلق بترخيص شركات المحاسبة والإعفاءات الضريبية للمستثمرين الأفراد.

وفي جانفي سنة 1974 دعا الرئيس "سوهارتو" المستثمرين الأجانب أن يشاركوا بالتدرج في الشركات الوطنية، بيد أن هذا الأمر سبب مشاكل إضافية لأن معظم الشركاء المحليين كانوا من ذوي الأصول الصينية أو من كبار العسكريين وموظفي الدولة.

وفي عام 1977 تمت إعادة افتتاح بورصة "جاكرتا" بهدف توفير آلية وممارسة ضغط على الشركات الأجنبية لبيع غالبية أسهمها للمواطنين الإندونيسيين، وقد تدعمت تلك الرؤية من خلال تركيز الحكومة على تسجيل الشركات الأجنبية، وكان الهدف الأساسي من تلك الإجراءات ليس جمع الأموال بل نشر الملكية بين المواطنين الإندونيسيين، وقد أثر ذلك على أداء السوق لأهدافها الاقتصادية، وأهمها حشد وتعبئة الموارد وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.

وقد بدأت عمليات البورصة الجديدة في 10 أوت1977 عندما أدرجت شركة "Simon Cibinong" أسهما قيمتها 1.8 مليار روبية، بيد أن تخفيض قيمة الروبية عام 1978 خفض من القيمة الدولارية للأسهم الأمر الذي أربك السوق وتبعا لذلك لم تسجل أي شركات جديدة بالبورصة خلال عامي 1977 و 1978، ونتيجة لذلك اضطرت الحكومة إلى منح حوافز ضريبية لمصدري الأوراق المالية، بيد أن تأثير تلك الحوافز كان أكبر على المستثمرين الأجانب بالمقارنة بالتأثير على المستثمرين الوطنيين، نتيجة لما أثبته الواقع أن الشركات المحلية نادرا ما كانت تدفع كامل الضرائب المستحقة عليها.

(1) Binhadi, Op.cit, p95.

وكان الإصدار الأجنبي الثاني في البورصة في ماي 1989 من نصيب شركة "Contex" بقيمة 600 مليون روبية.

وفي جوان 1979 وفي إطار خطة الدولة لتنشيط الطلب على الأوراق المالية، منحت المؤسسات المالية الإندونيسية بما فيها صناديق المعاشات حق شراء الأوراق المالية من البورصة، وبجانب ما تقدم عمدت الحكومة بشكل غير رسمي إلى تشجيع تلك المؤسسات على تخصيص نسبة من أموالها للأسهم.

وفي ديسمبر 1979 تم تسجيل شركة أجنبية أخرى في البورصة هي شركة"Bat Indonesia " بإصدار قدره 16.5 بليون روبية، ومع نهاية عام 1981 بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 8 شركات جمعيها من الشركات الأجنبية.

وفي جويلية 1982 تم تسجيل أول شركة وطنية هي شركة "Suaco" بإصدار قدره 5280 مليون روبية، ومع نهاية عام 1988 بلغ إجمالي قيمة الإصدارات العامة المدرجة بالبورصة نحو 174 بليون روبية، بينما بلغت قيمة رأس المال السوقي نحو 482 بليون روبية.

وفي أول بادرة من الحكومة خلال تلك الفترة لتنشيط سوق السندات المحدودة والضحلة، أصدرت وزارة المالية عام 1980 عدة قرارات ترخص بإنشاء أمناء في سوق الأوراق المالية. ويقوم الأمناء "Trustees"بتسهيل إصدار السندات وحماية مصالح حملة السندات من خلال ضمان إعادة سداد أصل الدين والفوائد، واستكمالا لإجراءاتها لتشجيع السندات قررت الحكومة منح إعفاءات ضريبية لمشتري السندات، وفي ديسمبر 1980 أجازت الحكومة إمكانية استخدام الأسهم المدرجة في البورصة كضمانات تكميلية للحصول على القروض قصيرة الأجل من البنوك، غير أنها لم تسمح بمنح ائتمان يستخدم لشراء أو بيع الأسهم، وفي عام 1981 سمحت الحكومة الإندونيسية بالتعامل المستمر في البورصة، وبمقتضى ذلك النظام يسمح بتداول الأسهم عدة مرات في اليوم عند أسعار مختلفة[1].

وفي عام 1983 قامت ثلاث شركات مملوكة للدولة بطرح سندات للبيع للجمهور، إحداها شركة لتشغيل الطرق والأخرى شركة تعمل في مجال الإسكان والأخيرة شركة"Taspen".

يتضح من العرض السابق أن المحاولات المبكرة لتنمية سوق الأوراق المالية في إندونيسيا اعتمدت أساسا على الدور الحكومي، ذلك الدور الذي اتصف بالشمول والاتساع، حيث عملت الحكومة كمنظم ومثبت للسوق إلى جانب كونها مشغلة له. كما كانت الحكومة مصدرة لصناديق الاستثمار ومروجة ومالكة للأسهم المدرجة بالبورصة، حيث قامت الهيئة المملوكة للحكومة "داناريكسا" بالهيمنة على أسواق الإصدارات الجديدة، بينما اتصف دور المؤسسات الأخرى بالضعف والمحدودية.

ونتيجة لذلك لم تكلل محاولات الحكومة لتنمية سوق الأوراق المالية في إندونيسيا خلال فترة السبعينات وبداية الثمانيات بالنجاح، وذلك لأسباب أخرى متعددة إلى جانب ما سبق لعل أهمها[2]:

---

(1) Goeltom, Op.cit, p(155-156).

(2) Roll Richard, An Empirical Survey of Indonesian Equities 1985-1992, Pacific-Basin Finance Journal, Volume n° 3 (July) 1995, p159.

- لم يكن هناك حافز أو حاجة ملحة للشركات وخصوصا المملوكة للدولة للحصول على التمويل من خلال سوق الأوراق المالية، حيث كانت هناك بدائل أكثر جاذبية كالائتمان المصرفي الذي كان يقدم بأسعار مدعمة، والتمويل الخارجي المتاح في ظل تحرير حساب رأس المال. لقد أسهم هذان المصدران في توفير الاحتياجات التمويلية لمعظم مشروعات الدولة والمشروعات الخاصة وبتكلفة أقل، وهي المشروعات التي كانت مؤهلة للتسجيل في سوق الأوراق المالية في ظل الظروف العادية.

- لم تصدر الحكومة في ذلك الوقت أي أدوات دين كما هو الحال في الدول الأخرى لكي يمكن إنشاء سوق لأدوات الحكومية، كما أن آلية خصخصة المشروعات في ذلك الوقت لم تكن مقبولة لطبيعة الدور الحكومي المتزايد في ذلك الوقت.

- انخفاض الطلب على أدوات سوق الأوراق المالية بسبب قصور مصادر المعلومات وتخلف البنية التحتية للسوق، وكذلك نتيجة لارتفاع عوائد الودائع المصرفية المعفاة من الضرائب وعوائد المصادر الأخرى للاستثمار بالخارج، كما أسهمت اللوائح الحكومية في خلق حوافز سلبية أعاقت شراء الأسهم والسندات.

- بالرغم من السماح للمؤسسات المالية كشركات التأمين وصناديق المعاشات أن تستثمر في الأسهم فقط مع بداية عام 1979، إلا أن مديري هذه المؤسسات فضلوا العائد الأعلى من الودائع المصرفية، وتبعا لذلك اتجهت الكثير من أموال تلك المؤسسات إلى البنوك التجارية.

- افتقرت إندونيسيا لهيكل مؤسسي وقانوني وضريبي داعم لسوق الأوراق المالية، إذ ظلت قوانين الإفلاس والشركات والتجارة مهملة ومتخلفة وتصطدم مع المفاهيم الأساسية لأسواق الأوراق المالية، الأمر الذي أضعف من ثقة المستثمرين في تلك السوق.

- لم تحقق السياسات الضريبية التفضيلية المصممة لتشجيع المستثمرين أهدافها المنشودة، لذلك أن ميل الأفراد للتهرب من الضرائب والقرار عن دخولهم بأقل من حقيقتها كان بمثابة عائق أمام تحقيق السياسة الضريبية لأهدافها، وقد أدرك المستثمرين أن الشركات لن تعلن عن أرباحها الحقيقية، ومن ثم تزايد قلقهم اتجاه قيمة توزيعات الأرباح، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الطلب على الأسهم.

- استمرار القيود المفروضة على عمليات السوق وعلى الأسعار، ذلك أن الهدف الأساسي للمسؤولين السياسيين كان الحفاظ على استقرار النظام المالي، وتوفير مناخ سياسي يحمي المستثمرين من الخسائر، تبعا لذلك وضعت حدود قدرها 4% على تحركات الأسعار اليومية في البورصة لتجنب أي تغيرات حادة هبوطا أو صعودا في أسعار الأوراق المالية، كما فرضت قيودا منعت الأجانب من الاستثمار.

- أدت الصراعات بين هيئة تنسيق الاستثمار ووزارة المالية ووزارة العدل إلى حدوث مشاكل عديدة أثرت بالسلب على السوق.

الفرع الثاني: إجراءات تنشيط السوق.

كما سلف الذكر لم تنجح السياسات الانتقائية التي اتبعها الحكومة الإندونيسية خلال السبعينات وأوائل ثمانينات القرن الماضي في تنمية السوق، وقد بدأ برنامج لإصلاح سوق الأوراق المالية عام 1983 ركز على الآتي:

1-تحرير السوق:

بدأ تحرير السوق المالي الخارجي مبكرا في إندونيسيا عام 1970 حينما تم تحرير حساب رأس المال من ميزان المدفوعات، غير أن تحرير القطاع المالي الداخلي وسوق الأوراق المالية تأخر.

وقد بدأ تحرير القطاع المالي الداخلي عام 1983 وذلك عندما تم تحرير أسعار الفائدة المصرفية وإزالة السقوف الائتمانية، وعندما أثبتت تلك الإجراءات نجاحها في تحقيق تنمية الجهاز المصرفي نشأت ضغوط لإزالة القيود المفروضة على سوق الأوراق المالية

وبدأ تكوين مؤسسات السوق بمساعدة البنك الدولي وهيئة التمويل الدولية، وقد أخذت تلك المؤسسات شكل مشابه للجنة البورصة والأوراق المالية وبورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي 23 ديسمبر أعلنت حزمة الإجراءات التي هدفت إلى تنشيط الأوراق المالية، لعل أهمها ما يلي:

- خفض حدة متطلبات ترخيص متعهدي الاستثمار "Underwriters" و السماسرة والتجار والأمناء.
- تحديد متطلبات وإجراءات الطرح العام لكل من الأسهم والسندات، كذلك متطلبات نشرات الاكتتاب Prospects و قواعد الإفصاح والتقرير وغيرها.
- السماح بإنشاء سوق موازية للأسهم والسندات لتمكين الشركات الصغيرة من الحصول على التمويل المناسب، كما سمح بتداول نوع جديد من الأدوات المالية هو الأوراق الائتمانية في تلك السوق، وقد عهد لإتحاد النقود وتجارة الأوراق المالية "Association for Money & Securities trading" بمسؤولية تشغيل تلك الأسواق، وقد أدرج أول سهم في تلك السوق في جويلية 1989، ثم تبعه العديد من الإصدارات، وتم ترخيص تلك السوق في عام 1989 لتعمل كبورصة بشكل رسمي قبل أن تندمج مع بورصة "Surabya" عام 1995[1].

وفي إطار تطوير سوق الأوراق المالية الإندونيسية تم السماح باستثمارات الحافظة الأجنبية كخطوة هامة نحو انفتاح السوق أمام المستثمرين الأجانب وتنشيط وتحفيز الطلب على الأوراق المالية الإندونيسية.

وفي ديسمبر 1978 تمت إزالة الحدود المفروضة على تحركات الأسعار، وبذلك أصبحت سوق الأوراق المالية في إندونيسيا غير خاضعة لأي رقابة مباشرة على الأسعار.

وفي عام 1988 تم إنشاء بورصة خاصة للأوراق المالية سجلت فيها نفس الأسهم المسجلة في بورصة جاكرتا، وفي نفس العام تم إلغاء حق أسبقية "داناريكسا" في شراء 50% من الإصدارات الجديدة، وتزامن ذلك مع تزايد نشاط شركات الأوراق المالية التي سمح فيها للأجانب بحد ملكية يمكن أن يصل إلى 85% من إجمالي أسهمها.

ومع النمو السريع في اقتصاد إندونيسيا، اكتسب الاستثمار بها جاذبية خاصة للمستثمرين الأجانب، خصوصا مع صدور قرار رسمي من وزارة المالية يسمح لغير المقيمين بشراء نسبة تصل إلى 49% من أسهم أي

(1) Hanna Donald, Indonesian Experience with Financial Sector Reform, World Bank Discussion Paper 237 (Washington: World Bank)1994,p120.

إصدار جديد، ونتيجة لما تقدم تزايدت الاستثمارات الأجنبية خلال حقبة تسعينات القرن الماضي في سوق الأوراق المالية الإندونيسية، محفوزة بارتفاع معدلات العوائد المتوقعة بالمقارنة بالأسواق الأخرى.

2-تطوير البنية التحتية التنظيمية والإشرافية للسوق[1]:

مع التطور الملحوظ في نشاط سوق الأوراق المالية في إندونيسيا بداية من عام 1983، وبروز السوق كآلية جديدة لتعبئة الموارد المالية، وجدت المشروعات التي طرحت أسهمها للبيع للجمهور وسجلت بالبورصة أنه من الصعب عليها أن تتراجع خلف جدران السرية، وفي الوقت نفسه وجدت الحكومة نفسها ملزمة في ضوء تلك التطورات أن تبدأ سلسلة من العمليات الطويلة والمعقدة لتطوير اللوائح والقواعد الإشرافية والتحوطية لسوق الأوراق المالية، بشكل يوفر حماية كافية للمستثمرين ودون تنفيذ عمليات السوق، إذ لم يكن لتلك اللوائح أي أسبقية في أجنحة الحكومة قبل عام 1989.

ذلك أن الإجراءات التي اتخذتها الحكومة قبل ذلك (عامي 1987 و1988) ركزت على تنشيط السوق وأثبتت فاعلية في تحقيق هذا الهدف، بيد أنه واكب ذلك ضعف في بينة السوق التحتية والمؤسسية لعمليات التداول والمقاصة والتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية، إلى جانب ضعف نظم المحاسبة والمراجعة، فضلا عن أن النظام القانوني والقضائي لم يوفر أساسا قويا يعمل في ظله سوق الأوراق المالية، وقد أدت تلك البيئة غير المنظمة إلى تزايد الصراع بين أطراف السوق للفوز بأكبر قدر ممكن من الأرباح والمكاسب.

ومع النمو السريع للسوق باتت الحاجة لإنشاء نظام للوائح والقواعد الإشرافية والتحوطية "Prudential regulations" ملحة، وقد نشأ اختلاف داخل وزارة المالية حول ذلك الموضوع، فقد رأى البعض أن إبطاء سرعة نمو السوق بهدف تحسين اللوائح الإشرافية والتحوطية هو بمثابة ردة وعودة للتدخل الحكومي في السوق، بينما رأى البعض الأخر أن وجود مثل تلك اللوائح هو ضرورة لبناء سوق قوي للأوراق المالية.

وفي أكتوبر 1989 استجابت الحكومة للرؤية الثانية، وتم تشكيل فريق عمل من الخبراء الوطنيين الأجانب تحت إشراف "Bapepam "ووزارة المالية، ولتنظيم السوق كان هناك خيارين هما:

- أن تتحكم الحكومة بشكل مباشر في الأسعار والكميات خصوصا بالنسبة للإصدارات الجديدة.
- أن تضع الحكومة خطوطا استرشادية "Guidelines "عامة لأداء السوق لعمله.

وقد اختارت الحكومة الاتجاه الثاني، على اعتبار أنها لا يمكنها أن تتخذ قرارات تسعيرية للأوراق المالية أفضل من القطاع الخاص، بالإضافة على أن فريق العمل المشكل لتطوير السوق في ذلك الوقت لم يشجع انخراط الحكومة في قرارات تسعير الإصدارات وتحديد أتعاب الترويج.

وقد تضمن اتجاه الحكومة لتنظيم السوق منع لبعض الأنشطة التي تفسد السوق كالتجارة الداخلية، وقد تضمنت عملية تطوير النظام الإشرافي للسوق و بنيته القانونية والتنظيمية جوانب عدة أهمها[2]:

---

(1) Ibid, p123.

(2) IBCA (International Bank Credit Analysis) Limited, The Indonesian Banking System 1995, p(16-19).

أ–إعادة هيكلة الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية(Bapepem): عملت الوكالة لفترة طويلة كمشجع ومنظم لسوق الأوراق المالية وكمشغل لبورصة جاكرتا، غير أنه تم فصل عمليات بورصة الأوراق المالية في هيئة مستقلة عن الوكالة، وبذلك أصبحت هذه الأخيرة بمثابة الهيئة التنظيمية للسوق، وأخذت نمط لجنة البورصة والأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.

ومع التعديلات الأخيرة، تم تحديد تدخل Bapepem بشكل مباشر في سوق الأوراق المالية، بيد أن ثمة حالات للتدخل المباشر بالمخالفة للتوجه الذي فرضته التعديلات السابقة في السوق من قبل الوكالة تم رصدها لعل أهمها:

-أصدرت وكالة Bapepem خلال عامي 1992، 1993 عدة قواعد تجيز حق الشفعة الذي يعطي حملة الأسهم الحاليين فرصة أولوية شراء الأسهم الجديدة قبل الآخرين.

- بالرغم من اعتراف وكالة Bapepem بأن بورصة الأوراق المالية هي هيئة ذاتية الرقابة، إلا أنها فرضت في عام 1993 قيدا مؤداه، أن أي تغيرات في قواعد البورصة يجب أن تعرض عليها مقدما قبل إدخالها حيز التنفيذ.

-تضع وكالة Bapepem قواعد تخصيص الطروحات العامة المبدئية، في محاولة منها لتخصيص الأسهم لصغار المستثمرين المحليين.

-أثرت وكالة Bapepem في فترة كثافة الطلب الأجنبي على الأسهم الإندونيسية والارتفاع السريع في أسعارها خلال عام 1993 على عرض الأوراق المالية، من خلال رفضها بشكل غير رسمي أي إصدارات مقترحة تتجاوز فيها قيمة مضاعف الربحية PER(Price Earning Ration).

ب– خصخصة بورصة الأوراق المالية: شكلت وزارة المالية لجنة تحضيرية في 18 أفريل 1990 لخصخصة بورصة جاكرتا، وقد أعدت اللجنة تقريرا بشأن ملكية البورصة وشروط العضوية وقواعد التسجيل والتداول فيها، كما قدمت اللجنة مقترحات حول ملكية البورصة، وتم توقيع اتفاق مع بورصة سنغافورة في أول ديسمبر 1990، وافقت بموجبه الأخيرة على إمداد بورصة جاكرتا بالبرامج والمساعدات الفنية.

وبناء على تقرير اللجنة صدر قرار بخصخصة البورصة واعتبار 209 من شركات الأوراق المالية بمثابة ملاك لأسهم البورصة المخصخصة وبعدد مساوي من الأسهم لكل شركة، ومع خصخصة بورصة جاكرتا تم تغيير مهام Bapepem لتصبح الهيئة المشرفة على سوق رأس المال.

ت–إعادة هيكلة داناريكسا (Danareksa): كما سلف الذكر فقد تم إنشاء Danareksa عن طريق الحكومة الإندونيسية في عام 1976، وقد جمعت بين وظائف عدة هي: كمنشئ ومدير لصناديق الاستثمار، ومروج وسمسار وتاجر، كما منحت امتياز الوصول للإصدارات الجديدة. عندما بدأت سوق الأوراق المالية في الانطلاق عام 1988، كانت Danareksa لها الهيمنة على سوق الإصدارات في مواجهة غيرها من المؤسسات، وفي عام 1992 تمت إعادة هيكلة Danareksa لتصبح شركة قابضة تمتلك ثلاث شركات تابعة[1]:

(1) IPAF (1nstitut Pengembangan Analysis Financsial), The Emerging Asian Bond Market, Background Paper, Indonesia, World Bank, East Asia and Pacific Region, June 1995, p26.

- تقوم الشركة الأم بإدارة شهادات تصدرها Danareksa في مواجهة محفظة موحدة تتكون من أدوات قابلة للتسويق.

- وتعمل الشركة التابعة الأولى في مجالات الترويج والطروحات الخاصة وتقديم المنشورات المالية وخدمات السمسرة والتجارة في مجال الأوراق المالية.

- بينما تعمل الشركة الثانية في مجال إدارة صناديق الاستثمار وتقديم خدمات البحوث والاستثمار.

- وتعمل الشركة الأخيرة، وهي شركة Danareksa للتمويل المتعدد، في مجالات التأجير، ورأس المال المخاطر، وتمويل المصانع، والتمويل الاستهلاكي والخدمات الاستثمارية للمشروعات في مجال الاستحواذ والاندماج.

ث– نظام ترخيص السماسرة والتجار: كشف النمو السريع لسوق الأوراق المالية خلال الفترة 1989-1990 عن جانب ضعف هام يتمثل في القصور في خبرة ومهارة السماسرة والتجار العاملين بالسوق، ولقد كانت Bapepam مسؤولة عن الإشراف على تلك الوحدات، بيد أن مسؤولية منح تراخيص مزاولة المهنة كانت تقع على عاتق إدارة المؤسسات المالية بوزارة المالية، الأمر الذي أضعف من الرقابة على السماسرة والتجار.

وقد تنامي عدد السماسرة والتجار في إندونيسيا بشكل سريع، غير أن اللوائح المنظمة لهم لم تتطور بنفس السرعة، إذ لم يكن هناك دستور للأخلاق ينظم سلوك المهنة، و لم تتواجد نقابة مشتركة تشرف على المهنة وترعى مصالح السماسرة والتجار.

ومع صدور القرار الرئاسي لسوق رأس المال، أعطيت أهمية خاصة لإنشاء شركات الأوراق المالية تحت إشراف Bapepam، وتم ربط تراخيص إنشاء الشركات بتوافر حدود دنيا لرأس المال تتناسب مع المخاطر المصاحبة لعملياتها، ولقد أدى فصل وكالة Bapepam وبورصة جاكرتا عام 1992، إلى إضافة أعضائها من شركات الأوراق المالية والسماسرة والتجار، لأن بورصة جاكرتا أصبحت شركة خاصة تخضع لقانون الشركات ولأن شركات الأوراق المالية تمتلك هذه الشركة وتصوت في جميع القضايا الخاصة بها بما فيها الانتخابات المباشرة لأعضاء مجلس إدارة البورصة، فإن مقدرة إدارة البورصة على تنظيم ملاكها (شركات الأوراق المالية) كانت شبه معدومة.

ومع نهاية عام 1994 تزايد عدد الأفراد المحترفين في السوق، وتزايدت أهمية الدور الذي تعلبه الأقلية الصينية في سوق الأوراق المالية في إندونيسيا، مع تزايد أهمية الكيانات الإندونيسية الصغيرة في جميع مناحي السوق.

ج– حماية مستثمري صناديق الاستثمار[1]: حددت الحكومة هدفا تقوم به Bapepam وهو العمل على نشر ملكية الأسهم بين صغار المستثمرين في جميع أنحاء إندونيسيا وذلك من خلال دورها في إنشاء صناديق الاستثمار، وتبعا لذلك تقرر إنشاء صناديق الاستثمار الخاصة المغلقة، وخضعت للإشراف بعناية، وتكونت محفظتها من

---

(1) Ibid, p28.

الأسهم والسندات، وتعد تلك الصناديق أفضل ترتيب للوضع في إندونيسيا لحماية وتشجيع المستثمر الصغير، ووفقا لنظام هذه الصناديق يمكن للمستثمر شراء وحداتها، ومن ثم يمكنه تدنية المخاطر نتيجة للتنويع الجيد في استثمارات تلك الصناديق.

وقد عانت صناديق الاستثمار طويلا في إندونيسيا من إخضاع ضريبي ثلاثي "Triple taxation" على نفس المكاسب التي تحققها، الأمر الذي أضعف من حوافز الأفراد اتجاه الاستثمار في تلك الصناديق، وتبعا لذلك صدر تعديل في قانون الضرائب على الدخل عام 1984.

وقد سمح القرار الرئاسي لسوق رأس المال بإنشاء صناديق الاستثمار المغلقة دون الصناديق المفتوحة لأسباب عدة أهمها:

- ضحالة سوق الأوراق المالية في إندونيسيا.
- المخاوف من الاستردادات الكبيرة للأسهم، وهروب رأس المال استجابة لشائعات تخفيض قيمة الروبية.
- وأخيرا عدم سماح قانون الشركات بعملية إعادة شراء الأسهم.

بيد أن مؤيدو صناديق الاستثمار المفتوحة اعترضوا على ما تقدم، واستندو في ذلك إلى أن الصناديق المغلقة غير مربحة الأمر الذي لن يشجع على الاستثمار فيها، واستجابة لضغوط الفريق الأخير تم تعديل القرار الرئاسي لسوق رأس المال عام 1991، و بموجب ذلك التعديل سمح بإنشاء صناديق الاستثمار المفتوحة.

ح- حل مشكلة المثبطات الضريبية: استمرت الحكومة لفترة طويلة في رفض أي اقتراحات بشأن تقديم حوافز ضريبية لتنشيط سوق الأوراق المالية، بل أن الإعفاءات الضريبية التي عمل بها في بداية الثمانينات تم إلغائها، وعندما بدأت لجان تطوير سوق الأوراق المالية في إندونيسيا عملها وجدت أن السياسة الضريبية تحتوي على العديد من الحوافز السلبية التي تعوق نمو السوق، وقد حددت ثلاثة جوانب ضريبية تمييزية تؤثر بالسلب على سوق الأوراق المالية هي[1]:

- التحيز الضريبي لدخل الفوائد من الودائع المصرفية في مواجهة أدوات سوق الأوراق المالية، حيث كانت هناك ضريبة تفرض بسعر ثابت من المنبع قدره 15% على فوائد الودائع المصرفية، بينما خضعت دخول أدوات سوق الأوراق المالية لضريبة كاملة بسعر 25% على أعلى مستويات الدخل (السعر الحدي)، ومع صدور القانون الجديد للضرائب على الدخل عام 1974 تزايد التمييز لصالح دخل الودائع حيث علقت الضريبة على فوائد الآجلة، كان المبرر وراء ذلك هو تشجيع المدخرات في البنوك الإندونيسية على اعتبار أنه لا توجد سوق نشطة يمكنها أن تقوم بذلك الدور، غير أنه في عام 1988 تقرر ثانية فرض الضريبة بسعر 15% على دخل الفوائد من الودائع الادخارية والآجلة تحجز من المنبع. وفي عام 1991 حدث تعديل ضريبي يقضي بفرض ضريبة كاملة على دخل الشركات المساهمة من الفوائد بينما ظل دخل الأشخاص من فوائد الودائع خاضعا للضريبة بسعر 15%

(1) Montagnon Peter, Stock Markets: Brisk Business on the Bourse, Financial Times, Survey: Indonesia, 25June /1996, p (2-3).

تورد من المنبع، وقد عكس ذلك توجه الحكومة في ذلك الحين نحو تفعيل دور الأدوات المالية الأخرى في القطاع المالي.

- يتمثل الجانب الثاني من التحيز الضريبي كما سلف الإشارة في الإخضاع الضريبي الثلاثي لصناديق الاستثمار، الذي نشأ نتيجة لخضوع دخل صندوق الاستثمار باعتباره شركة مساهمة للضريبة على دخل الشركات وخضوع عوائد الأصول المالية المكونة لمحفظة الصندوق وأخيرا خضوع دخول حملة الوثائق للضريبة على المستوى الشخصي.

- ويتمثل الجانب الثالث من التحيز في إخضاع توزيعات أسهم الشركات التابعة للبنوك والمؤسسات للضريبة بشكل متحيز في مواجهة غيرها من المؤسسات، حيث أخضعت الأسهم التي تجريها الوحدات التابعة للمؤسسات المالية للضريبة كاملة في حين لم تخضع توزيعات الأسهم التي تجريها الوحدات التابعة للمشروعات الأخرى للضريبة إذا كانت تمتلك أكثر من 25% من الأسهم وكانت تمارس نفس النشاط الاقتصادي.

وفي محاولة من الحكومة لإزالة أوجه التشوه الضريبي صدرت في عام 1992 تعديلات على قانون الضرائب على الدخل، وقد أرست تلك التعديلات مبادئ عدة أهمها[1]:

- تم إخضاع فوائد الشركات عن ودائعها الآجلة في البنوك لكامل الضريبة "Full tax "
- ألغي أحد جوانب الإخضاع الثلاثي الضريبي لصناديق الاستثمار، حيث لم تعد دخول حملة وحدات أو وثائق تلك الصناديق غير خاضعة للضريبة.
- تمت معاملة توزيعات الوحدات التابعة للمؤسسات المالية بذات معاملة الأنواع الأخرى من التوزيعات

وأصبح الموقف الضريبي بعد تعديلات قانون ضرائب الدخل عام 1992 كالتالي:

- تم فرض ضريبة القيمة المضافة على أتعاب ومصاريف تعاملات السماسرة.
- خضع جميع المستثمرين الأجانب لضريبة تخصم من المنبع بسعر 15% على كل من الدخل، من الفوائد وتوزيعات الأسهم.

- لا تقرر ضريبة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل على الأسهم المدرجة بالبورصة، بينما خضع المستثمرين المحليين لضريبة كاملة على الأرباح الرأسمالية بيد أنهم في واقع الأمر كانوا قادرين على تجنب تلك الضريبة.

- تم إعفاء الشركات المقيمة والتعاونيات من الضريبة على توزيعات الأسهم بينما خضعت توزيعات الأشخاص لضريبة بسعر 15% ومن ناحية أخرى خضعت دخول الشركات المساهمة الناتجة من الفوائد على ودائعها المصرفية لضريبة كاملة، فيما خضعت دخول الأفراد الودائع المصرفية لضريبة جزئية بسعر 15% تقتطع من المنبع.

- تم إخضاع جميع فوائد السندات لضريبة كاملة.

---

(1) Ibid, p(5-6).

وفي عام 1994 صدر قانون جديد للضرائب، وقد تضمن تغيرات عدة أثرت على أسواق المال في إندونيسيا أهمها ما يلي:

- تم خفض معدل الضريبة على دخل الفوائد للمكلفين من الشركات المقيمة في إندونيسيا ليصبح حدها الأقصى 15 %، وبذلك أصبح كل المكلفين المقيمين سواء كانوا أشخاصا أو شركات خاضعين للضريبة بسعر موحد عن دخولهم من الفوائد.

- تم إلغاء الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة من معاملات سوق الأوراق المالية، واستبدلت بضريبة جديدة على سوق الأوراق المالية تصل إلى1% من القيمة الإجمالية للصفقة وذلك إلى جانب ضريبة تكميلية تفرض في حالة مبيعات الأسهم بواسطة مؤسسي الشركات، وتحصَل تلك الضريبة من المنبع.

- إعفاء دخل صناديق المعاشات الناتج من الفوائد المصرفية وفوائد ممتلكاته من السندات المدرجة بالبورصة من الضريبة، وذلك بجانب إعفاء الأرباح الرأسمالية المستمدة من حيازاتها من الأسهم المدرجة بالبورصة، وفي عام 1996 تم رفع سعر الضريبة على دخل الفوائد وتوزيعات الأسهم إلى 20%.

خ- المشاركة الأجنبية[1]: كان ظهور طلب الحافظة الأجنبي من خلال صناديق الاستثمار الدولية أحد المصادر الرئيسية التي أسهمت في تحفيز نشاط سوق الأوراق المالية خلال الفترة 1989 – 1990، ووفقا لقانون الاستثمار الأجنبي فإنه يسمح للأجانب بتملك نسبة تصل إلى 80% من رأس المال المدفوع أو المصدر للشركات المرخصة، وقد مورست ضغوطا شديدة لتخفيض تلك النسبة، وبالفعل صدر قرار وزير المالية رقم 1055 لسنة 1989 وبموجبه تم تحديد الحد الأقصى لملكية المستثمرين الأجانب بنسبة 49% من الأسهم المدرجة بالبورصة بشكل عام، على أن يسري ذلك على جميع الشركات باستثناء البنوك، وشريطة أن تستوفي تلك الشركات متطلبات التسجيل.

وفي الوقت التي بدأت فيه سوق الأوراق المالية الإندونيسية في التطور كان لدى إندونيسيا جوانب عدة من النظام المالي منفتحة، إذ كان حسابها الخارجي لرأس المال محررا منذ عام 1970، وكان يمكن للأموال التحرك بسهولة وحرية عبر الحدود، وقد بدأت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الخاصة في التدفق إلى إندونيسيا بشكل مكثف، كما تمتع الإندونيسيين بحرية شراء الأوراق المالية بالخارج وذلك من خلال شركات الأوراق المالية الأجنبية، غير أن خطر الاستثمار الأجنبي في مجال البنوك ظل مستمرا حتى عام 1992، إلى أن صدر قانونا جديدا للبنوك ألغى ذلك الحظر بالنسبة للبنوك الخاصة وأبقاه بالنسبة لبنوك الدولة.

وكانت سياسة وزارة المالية مؤيدة لفتح السوق أمام استثمار الحافظة الأجنبي وكذلك المشاركة الأجنبية في شركات الأوراق المالية باعتبار أن المستثمرين الأجانب سوف يأتون بالتكنولوجيا غير المتوافرة ويتعهدون باستمرارها، وتبعا لذلك تقرر السماح بالمشاركة الأجنبية الكبيرة في سوق الأوراق المالية في شكل رأسمال أكبر، كما أجيزت مشاركة الأجانب في شركات رأس المخاطر بحد يصل إلى 85% من رأسمال الشركة، وقد أدى ذلك إلى تزايد حصة الأجانب من رأس مال السوق، كما تزايد عدد شركات رأسمال المخاطر بشكل سريع إلى حد أنها باتت أكثر أطراف سوق الأوراق المالية أهمية.

---

(1)Hanna Donald, Op.cit,p56.

د–تنظيم مقاصة وتسوية المعاملات[1]: أدى حلول فترة الازدهار في بورصة جاكرتا عام 1989 إلى حدوث تأخر كبير في عمليات تسوية ومقاصة المدفوعات، إذ لم يكن لدى البورصة آنذاك قواعد ملائمة لذلك فضلا عن غياب تسهيلات الكمبيوتر وعدم توافر الكوادر الفنية المتمرسة التي تقابل احتياجات التوسع.

وقد عملت Bapepam على إجراء تحسينات في عملية تسوية المدفوعات ونقل الملكية، وأهمها أنها اتبعت نظام التظهير لمعاملات الأسهم، حيث كان يتم تسجيل كل عملية بيع خلف شهادة السهم دون إلزام بتسجيل كل عملية بيع في سجلات الشركة، وقد سهل ذلك النظام من المعاملات وحسن من سيولة السوق، بيد أن ثمة قلق ظل متواجدا بشأن الوضع القانوني لملكية الأسهم التي لم تسجل بالشركة، وتبعا لذلك تم إنشاء وكالات لإدارة الأسهم المملوكة بشكل خاص لتسهيل عمليات تسجيل الأسهم في دفاتر الشركة المصدرة.

وقد تم تحسين قواعد التعامل، وتمت ميكنة عمليات جمع المعلومات جزئيا، وقلت الشكوى نسبيا من نظم المقاصة والتسوية، نتيجة للقرار الذي اتخذته الحكومة بميكنة عمليات المقاصة والتسوية ونقل الملكية، غير أن ذلك استلزم التغلب على العديد من المشاكل الفنية والقانونية و المؤسسية، ومن أهمها ما يلي:

- الشكل القانوني لشركات التسوية والمقاصة والحفظ.
- المفاضلة بين خيار تعدد الشركات وخيار احتكار شركة واحدة لتلك العمليات.

وتم حسم ما تقدم في نوفمبر 1992 حينما تمت الموافقة على إنشاء شركة جديدة للمقاصة والتسوية والحفظ بعد موافقة وزارة العدل وبرأسمال مدفوع قدره 15مليار روبية بمساهمة مشتركة بين بنوك الدولة (وعددها7) وبورصة جاكرتا JSE وبورصة سرابيا SSE، ومنح ترخيص التشغيل للشركة في فيفري 1993، وتركزت المهمة الأساسية للشركة في تصميم وتطوير وتنفيذ نظم للمقاصة والحفظ يهدف إلى تحسين كفاءة عمليات مقاصة وتسوية المعاملات المنفذة في جميع بورصات الأوراق المالية في إندونيسيا، وقد تبع ذلك إنشاء الشركة لنظام للحفظ المركزي للأوراق المالية بعد استشارة كافة الأطراف الفاعلة في السوق.

وفي عام 1995 طبقت بورصة جاكرتا نظاما ممكنا للتداول، كما صممت شركة المقاصة والحفظ نظاما للمقاصة وتسوية السندات مؤسس على أسلوب القيد الآلي، وفي جميع الأحوال أخضعت كل تلك الأنظمة لرقابة وكالة Bapepam.

المطلب الرابع: إجراءات إصلاح النظام المالي الإندونيسي عام 2005:

اتخذ بنك إندونيسيا في النصف الأول من سنة 2005 مجموعة إجراءات من أجل تحسين أداء القطاع المصرفي، وتشجيع عملية الاندماج البنكي، وفي 1 جويلية 2005 أعلن بنك إندونيسيا شروط لأي بنك يريد الاندماج وانتهاج سياسة البنوك الشاملة وهذه الأخيرة يجب أن يكون أداءها عاليا والتي يجب أن تستوفي المعايير منها ألا يقل معدل كفاية رأس المال عن 12%، وكذلك أن لا يقل العائد على الأصول ونمو القروض عن 1.5% و22% على التوالي، وأن لا تقل نسبة القروض إلى مجموع الودائع عن 50%، إذن على البنك أن يقوم بتطبيق هذه النسب في المستقبل القريب حتى يكسب قدرة لإقناع البنوك الأخرى للاندماج معه، بالإضافة إلى ذلك أصدر

(1) Ibid, p57.

البنك لوائح تطالب البنوك على زيادة رأسمالها القاعدي إلى 80 مليار روبية نهاية عام2007، وإلى 100 مليار روبية نهاية عام 2010، في حين البنوك التي لا تستطيع توفير هذا المستوى الأدنى من رأس المال، وسيتم تقديم خيار الاندماج أو الاحتواء.

وثمة خطوة رئيسية لإدخال تغيرات للنظام المالي في أفريل 2005 وتشمل البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية وهياكل النظام المالي، وبموجب هذه الخطة قامت الحكومة باتخاذ خطوات أولية لإنشاء مؤسسة متكاملة إشرافية وتنظيمية للمؤسسات المالية غير المصرفية، سيتطلب ذلك إنشاء مؤسسة مالية موحدة للتنسيق بين بنك إندونيسيا ومنظمي المؤسسات المالية غير المصرفية وتتمثل هذه الإجراءات في ما يلي[1]:

1- إنشاء شركة التأمين على الودائع: وافق البرلمان والحكومة على توفير رأس مال أولي قدره 4 تريليون روبية لهذه الشركة التي أنشئت في 3 أكتوبر 2005.و يكون توفير المبلغ على مراحل كما يلي: من 27 سبتمبر 2005 إلى 21 مارس 2006 تغطية ثلث الودائع، و من22 مارس 2006 إلى 21 سبتمبر 2006 الحد الأقصى 5 مليار روبية، ومن 22 سبتمبر 2006 إلى 21 مارس 2007 الحد الأقصى مليار روبية وبعد هذه الفترة يصل الحد الأقصى إلى 100 مليون روبية.

2-الخوصصة في القطاع البنكي: من غير الممكن أن يسارع البلد إلى خوصصة القطاع المصرفي عام 2005 حيث امتلكت الحكومة شركة إدارة الأصول المملوكة ووزعتها عل أربع بنوك: 15.25% من بنك الخارجي الإندونيسي في جاتفي، 5.22% من بنك "Niaga" في أفريل، و10.5% من بنك "Danamon" في أوت وأخيرا نسبة 5.02% من آسيا الوسطى في سبتمبر سنة 2005، حيث حصلت الحكومة على 6.3 تريليون روبية من بيع هذه الحصص وخلال نفس العام خطط حزب العمال (المؤسسة العامة للتقاعد) بيع حصته لبنوك خاصة لكن الحكومة ليس لها نية لخوصصة القطاع.

3-النسب المالية الرئيسية اعتبارا من جوان 2005:

بقيت نسبة رأس المال في القطاع المصرفي قوي حيث يمثل 19.5% من معدل كفاية رأس المال، والوساطة المالية في زيادة مستمرة وكذلك زيادة نسبة القروض إلى الودائع بنسبة 53.1% في جوان 2005، ومع ذلك فإن صافي هامش الفائدة انخفض من 5.9% في ديسمبر 2004 إلى 5.8% في جوان 2005، وبدأت أسعار الفائدة على الودائع ترتفع على عكس أسعار الفائدة على القروض التي استمرت في الانخفاض.

وانخفاض نوعية الأصول والربحية المصرفية ويتبين ذلك من العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين، وحسب بنك إندونيسيا في إطار جدولة القروض فإن القروض غير العاملة قد ارتفعت من 5.9% في ديسمبر 2004 إلى 13% في جوان 2005، وشهد اثنين من البنوك الحكومية الكبيرة في إندونيسيا بنك "Mandiri" وبنك "Negara" زيادة كبير في القروض المتعثرة من 7.1% إلى 24.6% ومن4.6% إلى 12.98% على التوالي خلال نفس الفترة[2]. كما هو موضح في الجدول التالي:

---

(1) Indonesia: Economic and Social Update , the World Bank, October 2005, p15.
(2) Indonesia: An overview of recent developments and pending issues in the financial sector, SERD occasional paper n° 05-1. Manila: ADB,2005,p12

الجدول رقم(27):تطور مؤشرات القطاع المالي الإندونيسي . **(%)**

البيان / السنوات	2001	2002	2003	2004				2005	
	ديسمبر	ديسمبر	ديسمبر	مارس	جوان	سبتمبر	ديسمبر	مارس	جوان
كفاية رأس المال	19.9	22.4	19.4	23.5	21.1	28.8	19.4	21.8	19.5
صافي هامش الفائدة	3.6	4.1	4.6	5.9	5.8	5.8	5.9	5.8	5.75
إجمالي القروض المتعثرة	12.2	7.5	6.8	6.3	6.2	5.6	4.5	4.4	7
العائد على الأصول	1.5	2	2.6	2.7	2.7	3	3.5	3.4	2.2
العائد على حقوق المساهمين	13.9	15	21.4	29.2	27.6	28.5	23	25.5	19.07
نسبة القروض على الودائع	33	38.2	43.5	43.7	46.4	48.1	50	51.2	53.1

Source: Bank of Indonesia, World Bank Staff.

4- الرهن العقاري الثانوي: في فيفري 2005 قامت الحكومة بإصدار مرسوم رئاسي رقم 2005/19 لإنشاء صندوق التدابير الخاصة، هذا الأخير يعمل على تخفيف الفجوة في النظام المصرفي وتوفير سيولة إضافية لضمان تغطية القروض العقارية وذلك من أجل تنشيط قطاع السكن، حيث وافق البرلمان على رأسمال أولي قدره 1 تريليون دولار في ميزانية الدولة لعام 2005.

5- إدارة التغيرات في بنوك الدولة: غيرت الحكومة لائحة المساهمين والإداريين في بنك "Mandiri" وبنك "Rakyat " وتم تغيير مكان بنك"Mandiri"بعد مزاعم على وجود قروض معدومة وخسائر[1].

6- أداء أسواق الأسهم والسندات: حتى جويلية 2005 كان أداء أسواق الأسهم جيدا حيث أغلقت الغرفة على 1.182نقطة مئوية أعلى من معدل غلقها في نهاية 2004، لكن حالة عدم الاستقرار الأخيرة في الاقتصاد بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة أسعار النفط وانخفاض قيمة الروبية كل هذا أثر بالسلب على أسواق الأسهم والسندات، وفي أوت 2005 أغلقت الغرفة إلى حد أدنى أي إلى ما دون 1.000 قبل أن ينتعش في سبتمبر وأكتوبر بسبب تحسن مؤشرات السوق، حيث وصل إلى 1.105 في 11 أكتوبر 2005.

7- سوق السندات الثانوي: تهيمن السندات الحكومية على النشاط التجاري على حساب تداول سندات الشركات، وفي أوت 2005 زاد تداول السندات الحكومية بنسبة 52% عن ديسمبر من سنة 2004، في حين أن سندات الشركات انخفضت إلى13.9 مليار معاملة مقارنة بـــ 17.3 مليار معاملة لنفس لفترة.

8- ماستر اتفاق إعادة الشراء: أنشأته الحكومة في جوان 2005 لحفظ التعاملات المحلية في الأسواق بين الممارسين، ومع وجوده يتوقع رفع السيولة وخفض مخاطر السندات الحكومية.

9- التخلص من صناديق الاستثمار: المستثمرين إستاؤو من ارتفاع معدلات الفائدة مما أدى إلى خسائر هائلة تعادل ما يقارب نصف قيمة الأصول الصافية لصناديق الاستثمار الصناعي حيث وصل إلى 113 تريليون روبية في

(1) Bank Rakyat Indonesia (BRI), annual reports. Jakarta: BRI, 1990–2005, p95.

فيفري 2005، لكن وصلت محاولة الإصلاح المالي إلى 50 تريليون روبية، هذه الخسائر كانت نتيجة لمعدلات الفائدة المرتفعة والتوقعات غير الجيدة لأوضاع السوق والقلق الذي بدأ ينشأ لدى المستثمرين.

10-نمو صناعة التأمين: مجموع الموجودات في قطاع التأمين وصل إلى 117 تريليون روبية عام 2004، حيث نما إجمالي الأقساط التي جمعتها الصناعة في عام 2004 من 25% إلى 29% عام 2005، وفي ديسمبر 2004 كانت تهيمن على الصناعة 167 شركة تأمين الموجودة لتعزيز القطاع والمساهمة مع الحكومة في وضع خطة لصناعة التأمين. كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (28): تطور مؤشرات قطاع التأمين. (مليار روبية)

البيان / السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
عدد التأمينات المسجلة	178	178	174	173	173	167
إجمالي الأصول	38.161	41.612	64.826	77.589	94.094	117.595
الزيادة في الأصول		3.451	23.214	12.763	16.505	23.501
إجمالي الاستثمارات	37.186	42.331	52.916	63.856	79.679	97.123
الزيادة في الاستثمارات		5.145	10.585	10.940	15.823	17.534

Source: Directorate of Insurance, DGFI- Mof, Investor Magazine july 2005.

على مدى العقود الثلاثة الماضية شهد الاقتصاد الاندونيسي درجة أكبر من الانفتاح، حيث بلغ متوسط معدل النمو الاقتصادي السنوي في الفترة الممتدة بين 1981 و2007 نسبة 5.5%، ومع ذلك، فهو أقل من معدل النمو خلال الفترة السابقة للأزمة، التي بلغ متوسطها 6.7 %. ويتضح أيضا استقرار الاقتصاد الكلي عن طريق السيطرة على التضخم نسبيا، إلا أثناء الأزمة المالية في الفترة 1997-1998 وكذلك عام 2005 نتيجة تخفيض الدعم على الوقود في تلك الفترة، وفي الوقت نفسه أظهرت عدة مؤشرات للقطاع الخارجي تحسن معتبر مثل: نمو في الحساب الجاري الذي حقق فائض أفضل من العقد الماضي، ونسبة خدمة الدين، والتي انخفضت إلى أقل من 20%، وزيادة الاحتياطيات الدولية بمقدار ثلاثة أضعاف الاحتياطات خلال العقد الماضي؛ وزيادة تنافسية سعر الصرف الحقيقي[1].

أداء القطاع الخارجي جيد وهو واضح من التطورات الايجابية في ميزان المدفوعات في اندونيسيا خلال العشر السنوات الماضية، أساسا من عام 1998 بدء الحساب الجاري في تحقيق فوائض، في حين أن الحساب الرأسمالي شهد انسحابات مفرطة لرؤوس الأموال أثناء الأزمة، واستمرت الاتجاهات الإيجابية التي تدعم فائض ميزان المدفوعات حتى عام 2007. هذا النجاح يعزى في جزء منه إلى دور الحكومة في دعم نشاط الصادرات غير الهيدروكربونية من خلال سن المزيد من السياسات الملائمة، وأيضا جزء منه يرجع إلى ارتفاع أسعار النفط العالمية التي زادت من عائدات النقد الأجنبي، وفي الواقع أن الحساب الرأسمالي في اندونيسيا لم يولد دائما فائضا حيث من 1980-1996، كان يدير الحساب الرأسمالي فائضا، بمتوسط قدره 4886 مليون دولار سنويا، ومع ذلك من عام

(1) Bank Indonesia (1998): Annual Report 2005, Jakarta, p25.

1997 حتى عام 2003، سجل الحساب الرأسمالي متوسط عجز سنوي قدره 5017 مليون دولار، وهناك العديد من العوامل المسببة لهذا العجز، أولا انخفاض تدفقات رؤوس الأموال من الحكومة، وذلك أساسا بسبب قلة المشاريع الأجنبية، على الصعيدين الثنائي والمتعدد الأطراف. على سبيل المثال في عام 2000، انخفضت المنح المقدمة من بنك التنمية الآسيوي، البنك الدولي للإنشاء واليابان بنحو 59% أي إلى 1.6 مليار دولار أمريكي. وبالإضافة إلى ذلك، انخفضت المعونة الغذائية من 73% أي إلى 73 مليون دولار، مما أدى إلى انخفاض فائض صافي تدفقات رأس المال، ثانيا انخفاض تدفقات رأس المال الخاص ويرجع أساسا إلى زيادة خدمة الدين الخارجي الخاص(زيادة التدفقات الخارجة)، وعادة من القطاع المصرفي، ووصلت تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج ذروتها خلال الفترة 1997– 1998 أي خلال الأزمة المالية التي أدت إلى تفاقم العجز في تدفقات رأس المال الخاص[1].

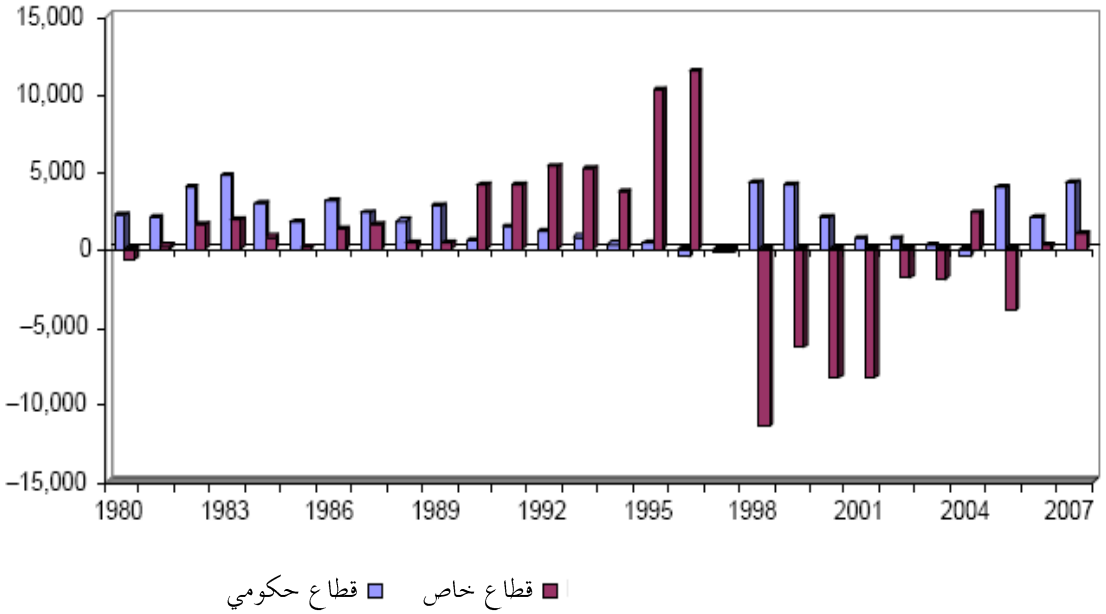
تدفقات رؤوس الأموال باتت عاملا مؤثرا يحتاج لمراقبة، نظرا لأهمية الجهود التي تبذلها الحكومة لتعزيز الأنشطة الاقتصادية المستدامة، وحتى أوائل سنة 1989 كانت تدفقات رأس المال إلى إندونيسيا تسيطر عليها الحكومة لأن هذه الأخيرة كانت تهيمن على كافة مشاريع التنمية الاقتصادية، وبالإضافة إلى ذلك كانت السوق المالية المحلية متخلفة حيث لم تستطع اجتذاب القطاع المحلي الخاص أو القطاع الخاص الأجنبي للمشاركة في التنمية والاقتصادية في عام 1990، في أعقاب برنامج الإصلاح المالي ومدعما بمساهمة القطاع الخاص في الاقتصاد، بدأ رأس المال الخاص في السيطرة على تدفقات رأس المال إلى إندونيسيا. وأفادت التقارير زيادة معدل النمو الاقتصادي خلال السنوات الست منذ الأزمة، مع زيادة كبيرة في صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة (على سبيل المثال، الاستثمار في الحوافظ المالية، والديون الخارجية) حيث بلغت ذروتها بـــ 8247 مليون دولار في عام 2007، وفي الوقت نفسه عاود الاستثمار الأجنبي المباشر تطوره في عام 2004 بعد تراجعه خلال الأزمة الاقتصادية 1997-1998، ومن ناحية التدفقات الرأسمالية انخفضت إلى حد ما هيمنت التدفقات الاستثمارية الأخرى (الديون الخارجية، وسداد القروض سواء من القطاع الخاص أو القطاع العام) في 1990 وهذا عن طريق تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وتدفقات الاستثمار في الحوافظ المالية بعد عام 2005 وسجلت في المرحلة ما بعد الأزمة تدفق الاستثمار في الحوافظ المالية في عام 2002.

على الرغم من أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بدأت في النمو في عام 2004 وبقيت ايجابية عموما، لايزال يسيطر على تدفقات رأس المال تدفقات الاستثمار في الحوافظ المالية وتدفقات استثمارية أخرى. وفي هذا الصدد، يعود السبب الرئيسي لتدفقات رأس مال المعاملات في الأصول الاستثمارية الأخرى (سجلات المعاملات، الديون الخارجية من قطاع الشركات والقطاع المصرفي). وكانت الخسائر الحادة في الأصول الاستثمارية الأخرى في عام 2005 بـــ 10.4 مليار دولار نتيجة لزيادة ممتلكاتها من الأصول (النقدية والودائع) من قبل القطاع الخاص في البلدان الأجنبية، وخصوصا في الربعين الثاني والثالث من عام 2005، وقد سجلت الأصول الاستثمارية تحركات مماثلة في جويلية وأوت من عام 2007 مع غيرها من الأصول الاستثمارية للقطاع الخاص التي ارتفعت من 486 مليون دولار نهاية سبتمبر عام 2006 إلى 2.6 مليار دولار

(1) Bank Indonesia (1998): Annual Report 2007, Jakarta, p22.

نهاية سبتمبر 2007، وتم الكشف عن زيادة في الأصول الاستثمارية الأخرى بسبب زيادة الودائع في البلدان الأجنبية من قبل البنوك المحلية[1]،كما هو مبين في الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (19): صافي تدفقات رؤوس الأموال الإندونيسية 1980-2007 (مليار دولار)



Source: Bank Indonesia, annual report 2006/2007 Jakarta.

(1) Ibid, p23.

المبحث الثالث: قياس أثر الانفتاح المالي على مؤشرات أداء السوقين

إن قياس أثر الانفتاح المالي بصورة كمية يعتبر كإحدى الطرق المهمة لتحديد العلاقة بين التحرير المالي للسوق المالية وأدائها، كما أن العملية في حد ذاتها تحاط بدرجة من التحفظ اتجاه صحة هذا القياس، حيث يتم الانطلاق من بعض الفرضيات على اعتبارها أنها صحيحة وهي:

1. يرتبط أداء الأسواق المالية وفق علاقة دالية مع فتح الأسواق المالية للاستثمار الأجنبي، وحيث يمكن الاعتبار مبدئيا أن أداء الأسواق المالية هي المتغير التابع ضمن دالة خطية، والانفتاح المالي هو المتغير المستقل، وتتم الدراسة على النحو لكل معيار(الحجم، السيولة، التركيز).

2. سيتم التعبير عن الانفتاح المالي بدخول الأجانب إلى كل سوق مالية (كوريا واندونيسيا)، ولا بد من الإشارة هنا إلى مساهمة الأجانب في السوق لا تعبر بالضرورة على درجة انفتاح السوق إذ يمكن أن تعبر على درجة جاذبية السوق للاستثمارات الأجنبية، ويمكن أن تكون السوق منفتحة جدا ولكنها غير قادرة على جذب المستثمرين الأجانب، ومن هنا لابد من إضافة شرط مهم جدا، يتمثل في تمتع السوق بتنافسية كبيرة وجاذبية حتى تصبح الفرضية صحيحة.

بالنسبة لدرجة التركيز فإنه يمكن التعبير عن الانفتاح المالي بتطور حجم الإصدارات الأجنبية على السوق المالية(الكورية أو الإندونيسية)، ولكن مؤشر التركيز في حد ذاته يعبر على درجة أهمية الشركات الأولى في السوق، وهو في الحقيقة مؤشر بعيد التأثر بانفتاح الأسواق ولكن الأثر موجود حتى وأن كان ضعيفا.

كل هذه الفرضيات تمكن من بناء العلاقات التالية:

- مساهمة الأجانب(F) كدالة في الانفتاح المالي (O) و جاذبية السوق(A):$F=f(O,A)$
- الأداء (P) كدالة خطية في المساهمة الأجنبية (F): $P=k(F)$

وكما يبدو فإن هذه العلاقة غير كافية لقياس الأثر ولكنها معبرة نوعا ما عن اتجاه التأثير وسيتم الانطلاق من هنا عند هذا المستوى في انتظار إثبات ذلك في مستويات أعلى.

المطلب الأول: الارتباط بين مساهمة الأجانب ومؤشرات أداء السوق المالية الكورية.

انطلاقا من بعض المعطيات المتوفرة حول السوق المالية الكورية، والمتمثلة في تطور كل من مؤشرات الأداء: رسملة السوق، حجم التداول، والقيمة المتداولة من جهة، ومن جهة أخرى المساهمون في أصول السوق، يمكن حساب معامل الارتباط بين المتغيرين المستقل(F) وهو مساهمة الأجانب، والتابع (S) وهو الحجم، ثم (L) وهو السيولة، وفيما يلي مؤشرات السوق المالية الكورية التي سوف نستخدمها لحساب معامل الارتباط.

الجدول رقم (29): تطور مؤشرات السوق المالية الكورية 2000-2009 (وون كوري، عدد، نسبة مئوية)

السنة	عدد الشركات المسجلة	رسملة السوق	القيمة المتداولة	حجم التداول	مساهمة الأجانب	
					عدد الأجانب	% في السوق
2000	704	188,041,489,641,710	627,132,938,976,400	73,785,337,271	11,748	0.36
2001	689	255,850,069,618,425	491,365,396,399,350	116,417,317,685	12,860	0.33
2002	683	258,680,756,224,005	742,150,029,655,655	209,167,796,135	13,729	0.35
2003	684	355,362,625,966,515	547,509,090,513,956	133,876,427,208	15,335	0.39
2004	683	412,588,138,748,165	555,795,105,283,326	152,850,770,285	16,899	0.45
2005	702	655,074,594,730,170	786,257,866,278,188	216,439,734,090	18,499	0.52
2006	731	704,587,507,977,345	848,489,550,833,460	234,936,782,766	20,635	0.57
2007	746	951,917,906,610,150	1,362,877,077,683,240	189,506,074,528	23,498	0.53
2008	765	576,927,703,499,465	1,287,164,761,380,609	188,149,063,223	24,494	0.53
2009	770	887,935,182,728,775	1,466,274,763,981,038	239,871,286,203	25,458	0.55

Source: Korea Stock Exchange, introduction to Korea Securities market .www.kse.or.kr

الفرع الأول:الحجم.

يعتمد في قياس هذا المعيار مقياسان هما: رسملة السوق وعدد الشركات المسجلة وانطلاقا من الجدول السابق، يمكن قياس درجة الارتباط بين هذين المتغيرين والمساهمة الأجنبية.

1- رسملة السوق: من خلال المعلومات الواردة في الجدول رقم (29) يمكن استخراج الجدول الإحصائي الموالي من أجل قياس معامل الارتباط باستخدام (logiciel XL stat) باعتبار رسملة السوق المتغير التابع Y_i ومساهمة الأجانب المتغير المستقل X_i .

الجدول رقم(30):الجدول الإحصائي للمتغيرين: رسملة السوق ومساهمة الأجانب (مليار وون كوري، عدد).

السنة	مساهمة الأجانب X_i	رسملة السوق Y_i
2000	11,748	188,041
2001	12,860	255,850
2002	13,729	258,680
2003	15,335	355,362
2004	16,899	412,588
2005	18,499	655,074
2006	20,635	704,587
2007	23,498	951,917
2008	24,494	576,927
2009	25,458	887,935

$$R=\frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.908$$

تدل هذه النتيجة على وجود علاقة طردية قوية بين رسملة السوق الكورية والمساهمة الأجنبية فيها، كما يشير هذا الرقم إلى ارتفاع درجة الارتباط بينهما، وهذا يعني أن درجة تأثر رسملة السوق بالمساهمة الأجنبية قوية جدا أي أن 90.08% من التغيرات في رسملة السوق المالية الكورية ترجع إلى تغيرات في استثمارات الأجانب.

2- عدد الشركات المسجلة: في الحقيقة لا يمكن الربط بين عدد الشركات المسجلة في السوق المالية والتي تمثل جانب العرض، ومساهمة الأجانب التي تمثل جانب الطلب، ولكن الأثر قد يكون غير مباشر، بمعنى أن زيادة الطلب على الأوراق المالية قد يشجع المؤسسات على زيادة عرضها، كما أن الانفتاح المالي قد يسمح بدخول شركات أجنبية للإصدار على الأوراق المالية الكورية للاستفادة مثلا من معدلات الادخار المحلية المرتفعة داخل كوريا، والحقيقة أنه لم تتوفر المعلومات (الإحصائيات) التي تؤكد ارتفاع عدد الشركات المسجلة على بورصة كوريا مع الانفتاح المالي للسوق، فيما عدا بعض الإصدارات لصندوق النقد الدولي والبنك الآسيوي للتنمية.

وبملاحظة اتجاه التغير لكل من عدد الشركات المسجلة والمساهمة الأجنبية لا تبدو العلاقة قوية بينهما، وربما يمكن إرجاع ذلك إلى عدم مرونة العرض أو إلى العلاقة غير المباشرة بين المتغيرين.

الفرع الثاني: السيولة.

تحسب السيولة انطلاقا من مؤشرين: معدل التداول ومعدل الدوران.

1- معدل التداول: و يمكن الحصول عليه انطلاقا من قسمة القيمة المتداولة في الجدول لكل سنة على الناتج المحلي الإجمالي.

الجدول رقم (31): الجدول الإحصائي لمعدل التداول ومساهمة الأجانب (مليار وون كوري، عدد، %).

السنة	القيمة المتداولة	الناتج المحلي الإجمالي	معدل التداول	مساهمة الأجانب
2000	627,132	603,257	104	11,748
2001	491,365	651,420	75	12,860
2002	742,150	720,544	103	13,729
2003	547,509	766,721	71	15,335
2004	555,795	826,878	67	16,899
2005	786,257	865,039	91	18,499
2006	848,489	908,753	93	20,635
2007	1,362,877	968,763	140	23,498
2008	1,287,164	1,023,891	125	24,494
2009	1,466,274	1,063,034	138	25,458

$$R=\frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)}\Rightarrow R=0.703$$

يلاحظ أن الارتباط قوي بين معدل التداول ومساهمة الأجانب في السوق الكورية، وهذا يعني أن التغيرات الحاصلة في نسبة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي ترتبط كثيرا بالاستثمار في رفع قيمة الأوراق المالية المتداولة بالنسبة للاقتصاد ككل، وهذا منطقي جدا إذ يفترض أن مساهمة الأجانب في السوق المالية قد تزيد من نشاط السوق من خلال تضاعف الصفقات مما يزيد من نسبة التداول إلى الاقتصاد ككل.

وبعيدا عن معدل التداول يمكن دراسة أثر الاستثمار الأجنبي على حجم التداول بصفة عامة من خلال الجدول التالي المستخرج من الجدول(29).

الجدول رقم(32):الجدول الإحصائي للمتغيرين حجم التداول ومساهمة الأجانب (مليار وون كوري، مليون سهم).

السنة	مساهمة الأجانب X_i	حجم التداول Y_i
2000	11,748	73,785
2001	12,860	116,417
2002	13,729	209,167
2003	15,335	133,876
2004	16,899	152,850
2005	18,499	216,439
2006	20,635	234,936
2007	23,498	189,506
2008	24,494	188,149
2009	25,458	239,871

$$R=\frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.708$$

تدل هذه النسبة على وجود ارتباط قوي بين حجم التداول والمساهمة الأجنبية في السوق المالية الكورية، وتشير إلى الدرجة الكبيرة لانجذاب الأجانب إلى الاستثمار قصير الأجل أكثر مما تتجه إلى رسملة السوق أو التمويل الحقيقي، وتبدو هنا نقطة مهمة تتمثل في الميل الكبير للمستثمرين الأجانب نحو التوظيفات قصيرة الأجل أو ما يسمى بالنقد الساخن، مما يزيد من تذبذب السوق ولكن لا يتسبب في انهيارها كما هو الحال بالنسبة للرسملة التي قد يتسبب تراجعها في انهيار السوق.

2- معدل الدوران: يحسب معدل الدوران من خلال حساب نسبة القيمة المتداولة للأوراق المالية إلى رسملة السوق، ويمكن استخراج تطور المعدل من الجدول(33) كما يلي:

الجدول رقم (33): الجدول الإحصائي لمعدل الدوران ومساهمة الأجانب (الوحدة:عدد، %).

السنة	مساهمة الأجانب X_i	معدل الدوران Y_i
2000	11,748	333,5
2001	12,860	192
2002	13,729	286
2003	15,335	154
2004	16,899	134
2005	18,499	119
2006	20,635	120
2007	23,498	143
2008	24,494	223
2009	25,458	165

$$R=\frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)}\Rightarrow R=0.486$$

وتدل النتيجة الأخيرة على وجود ارتباط متوسط بين معدل الدوران من جهة، والمساهمة الأجنبية في السوق، ويعبر هذا بشكل خاص عن دور الأجانب غير المستقر في تنشيط حركة الأسواق المالية أو البورصة الكورية من سنة لأخرى، حيث يلاحظ من خلال الجدول أن معدل الدوران متذبذب بسبب تناقص الطلب الأجنبي على الأوراق المالية قصيرة الأجل تقريبا من سنة 2002 حتى 2008 ولجوؤهم إلى الاستثمارات في مجالات أخرى، وأن ارتفاع معدل الدوران خلال عام 2008 لا يعكس أن السوق في حالة جيدة ومستقرة بقدر ما يعكس تأثيرات الأزمة العالمية الأخيرة بشكل أخذت معه حركة التداول اتجاها واحدا وهو البيع وكل هذه العمليات التي تساهم في زيادة رأس المال السوقي بقدر ما تعبر عن عمليات مضاربة ومراجحة (تحكيم) تجري يوميا على السوق، وهذا يعني أنه عند حدوث أي اضطراب فإن انسحاب الأجانب سيكون له تأثير متوسط على معدل الدوران، وبالتالي على نشاط السوق وسرعة تداول الأوراق المالية.

انطلاقا من الأرقام السابقة يمكن استنتاج ما يلي:

- وجود ارتباط قوي جدا بين حجم السوق المالية الكورية والمساهمة والأجنبية فيها من جانب الرسملة السوقية، حيث يصل معدل الارتباط إلى 0.908، بينما لا يبدو أي نوع من الارتباط فيما يتعلق بأثر الأجانب على عدد الشركات المسجلة.

- تساعد الاستثمارات الأجنبية في زيادة سيولة السوق المالية الكورية، حيث ترتبط المساهمة الأجنبية في السوق بقوة مع معدل التداول 0.703 وحجم التداول 0.708، وبارتباط متوسط مع معدل الدوران0.486.

-بالنسبة لدرجة التركيز فإنه على الرغم من عدم توفر المعلومات، إلا أنه في الحقيقة يعبر عن عمق السوق في حد ذاتها أي وزن الشركات الكبرى المسجلة في رسملة السوق، وهو كما يبدو بعيدا عن تأثير استثمارات الأجانب أو إصداراتهم.

المطلب الثاني: الارتباط بين مساهمة الأجانب ومؤشرات أداء السوق المالية الإندونيسية.

على الرغم من محدودية المعلومات المتوفرة حول السوق المالية الإندونيسية، إلا أنه يمكن الانطلاق من الجدول (34) لتحديد درجة الارتباط بين مؤشرات الأداء في السوق المالية الإندونيسية والمساهمة الأجنبية فيها، كما أن الدراسة سوف تتبع تقريبا نفس الخطوات كما بالنسبة لسوق كوريا الجنوبية حتى تسهل المقارنة فيما بعد.

الجدول رقم (34): تطور مؤشرات السوق المالية الإندونيسية2000 -2009 (مليار روبية، عدد، مليون سهم)

السنة	عدد الشركات المسجلة	رسملة السوق	القيمة المتداولة	حجم التداول	الاستثمار الأجنبي في السوق	الناتج المحلي الإجمالي
2000	287	259,621	122,775	134,531	0,800	1,389,772
2001	316	239,259	97,523	148,381	4,514	1,646,322
2002	331	268,423	120,763	171,207	7,923	1,821,833
2003	333	460,366	125,438	234,031	9,974	2,013,675
2004	331	679,949	247,007	411,768	18,823	2,295,826
2005	336	801,253	406,006	401,868	-5,461	2,774,281
2006	344	1,249,074	445,708	436,936	17,310	3,339,217
2007	383	1,988,326	1,050,154	1,039,542	32,651	3,949,321
2008	398	1,076,491	1,064,528	787,846	18,652	4,954,029
2009	399	2,019,375	975,135	1,067,659	13.300	5,613,442

Source: The IDX Statistics Book includes comparative statistics on all aspects of trading and listing for January- December 2009, Indonesia Stock Exchange Building, Jakarta 12190 Indonesia, p98.

الفرع الأول: الحجم.

ستتم الدراسة على الفترة الممتدة من 2000 إلى 2009 لكل من رسملة السوق وعدد الشركات المسجلة

1- رسملة السوق: انطلاقا من الجدول السابق يمكن استخراج الجدول الإحصائي التالي:

الجدول رقم (35): الجدول الإحصائي لرسملة السوق واستثمار الأجانب (مليار روبية)

السنة	استثمار الأجانب	رسملة السوق
2000	0,800	259,621
2001	4,514	239,259
2002	7,923	268,423
2003	9,974	460,366
2004	18,823	679,949
2005	-5,461	801,253
2006	17,310	1,249,074
2007	32,651	1,988,326
2008	18,652	1.076,491
2009	13.300	2,019,375

$$R= \frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.652$$

ويبدو من هذه النتيجة أن الارتباط بين تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى داخل السوق المالية الإندونيسية ورسملة السوق قوي، بمعنى أن تأثير أي تغير في تدفقات الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية الإندونيسية سيكون

قويا ومباشرا على رسملة السوق، وهذا ما يفسر انهيار السوق في سنة 1997 والأزمة المالية الأخيرة عام 2008، بسبب انسحاب المستثمرين الأجانب وحتى المحليين.

2- عدد الشركات المسجلة: من خلال الملاحظة المتأنية لتطور عدد الشركات المسجلة على السوق المالية الإندونيسية، لا يبدو أنها تستجيب للتغيرات الحاصلة في المساهمة الأجنبية في السوق، وهذا أمر منطقي فارتفاع هذا العدد غالبا ما يدل على تحسن الفكر المالي لدى المؤسسات وتوجه ثقافة التمويل إلى الأسلوب المباشر على السوق المالية دون المرور عبر وساطة الجهاز المصرفي.

الفرع الثاني: السيولة.

وتقاس من خلال معيارين:معدل التداول ومعدل الدوران.

1- معدل التداول: يمكن حسابه انطلاقا من الجدول (34) بقسمة القيمة المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي لكل سنة، حسب ما يوضحه الجدول الإحصائي التالي:

الجدول رقم (36):الجدول الإحصائي لمعدل التداول واستثمار الأجانب (مليار روبية، %)

السنة	استثمار الأجانب X_i	معدل التداول Y_i
2000	0,800	8,83
2001	4,514	5,92
2002	7,923	6,62
2003	9,974	6,22
2004	18,823	10,76
2005	-5,461	14,63
2006	17,310	13,34
2007	32,651	26,59
2008	18,652	21,48
2009	13,300	17,37

$$R=\frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.650$$

يشير هذا المعدل إلى وجود علاقة قوية نسبيا بين معدل التداول والاستثمارات الأجنبية في السوق المالية الإندونيسية، وهذا يعني أن الأجانب يساهمون بشكل كبير في نشاط التداول في السوق، ويشير هذا أيضا إلى الانعكاس القوي لأي تغيير في تدفقات الاستثمار الأجنبي على حركة التداول فيها.

وبعيدا عن معدل التداول يمكن دراسة أثر الاستثمار الأجنبي على حجم التداول بصفة عامة من خلال الجدول التالي المستخرج من الجدول(34).

الجدول رقم(37):الجدول الإحصائي للمتغيرين حجم التداول ومساهمة الأجانب (مليار روبية، مليون سهم).

السنة	استثمار الأجانب	حجم التداول
2000	0,800	134,531
2001	4,514	148,381
2002	7,923	171,207
2003	9,974	234,031
2004	18,823	411,768
2005	-5,461	401,868
2006	17,310	436,936
2007	32,651	1,039,542
2008	18,652	787,846
2009	13,300	1,067,659

$R=\frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.666$

تدل هذه النسبة على وجود ارتباط قوي نسبيا بين حجم التداول والمساهمة الأجنبية في السوق المالية الإندونيسية، وتشير إلى الدرجة الكبيرة لانجذاب الأجانب إلى الاستثمار قصير الأجل أكثر مما تتجه إلى رسملة السوق أو التمويل الحقيقي، وتبدو هنا نقطة مهمة تتمثل في الميل الكبير للمستثمرين الأجانب نحو التوظيفات قصيرة الأجل مما يزيد من تذبذب السوق ولكن لا يتسبب في انهيارها كما هو الحال بالنسبة للرسملة التي قد يتسبب تراجعها في انهيار السوق.

2- معدل الدوران: ويمكن حسابه من خلال معطيات الجدول(38) بقسمة القيمة المتداولة على رسملة السوق، ويتم الحصول على الجدول الإحصائي التالي:

الجدول رقم (38): الجدول الإحصائي لمعدل الدوران ومساهمة الأجانب (مليار روبية، %).

السنة	استثمار الأجانب	معدل الدوران
2000	0,800	47,29
2001	4,514	40,76
2002	7,923	44,98
2003	9,974	27,24
2004	18,823	36,32
2005	-5,461	50,67
2006	17,310	35,68
2007	32,651	52,81
2008	18,652	98,88
2009	13,300	48,280

$R= \frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.192$

تشير النتيجة لارتباط ضعيف جدا بين استثمارات الأجانب ومعدل الدوران ويرجع ذلك إلى انخفاض نسبة العمليات القصيرة الأجل التي يجرونها وانجذاب المستثمرين الأجانب أكثر إلى رسملة السوق والتمويل الحقيقي خلال هذه الفترة، وهذا ما يوضحه الجدول(38) فنجد أن رسملة السوق تفوق بشكل كبير قيمة التداولات فيه ومنه انخفاض معدل الدوران.

3- درجة تركيز السوق المالية:

بالنسبة للتركيز في السوق المالية الإندونيسية، فقد توفرت بعض المعطيات حول نصيب أكبر عشر شركات من رأسمال السوق في الفترة الممتدة من 2004 حتى 2009.

الجدول رقم(39): الجدول الإحصائي للمتغيرين تركيز السوق المالية واستثمار الأجانب (مليار روبية، %).

السنة	عدد الشركات المسجلة	رسملة السوق	لاستثمار الأجنبي في السوق	نصيب أكبر 10شركات من رأس مال السوق
2000	287	259,621	0,800	-
2001	316	239,259	4,514	-
2002	331	268,423	7,923	-
2003	333	460,366	9,974	-
2004	331	679,949	18,823	68.45
2005	336	801,253	-5,461	46.46
2006	344	1,249,074	17,310	50.70
2007	383	1,988,326	32,651	40.51
2008	398	1,076,491	18,652	47.04
2009	399	2,019,375	13,300	62,26

$$R= \frac{cov(X,Y)}{\delta(X).\delta(Y)} \Rightarrow R= 0.115$$

يدل معامل الارتباط على درجة ارتباط ضعيفة بين استثمارات الأجانب ومعدلات تركيز السوق، وهي معدلات تعبر عن علاقة عكسية بين زيادة الإصدارات في السوق ودرجة التركيز، حيث يفترض أن ينخفض تركيز السوق بزيادة الإصدارات وبارتفاع رسملة السوق.

يشار هنا إلى صعوبة دراسة هذا المؤشر كونه يهتم بنصيب الشركات العشرة الأولى في رسملة السوق، ولا يمكن ربطه مباشرة بأي مؤشر آخر، فمثلا في 2008 انخفضت رسملة السوق بشكل كبير جعل درجة التركيز ترتفع بشدة دون أن تتأثر بارتفاع عدد الشركات المسجلة، ولكن يمكن القول إن معدلات تركيز السوق ترتبط بقوة شديدة وفق علاقة عكسية مع رسملة السوق، وفي الحقيقة أن التأثير على تركيز السوق المالية هو تأثير غير مباشر يصعب قياسه، فهو يرتبط بشكل مباشر بمؤشر رسملة السوق وبالتالي فهو يتأثر بصورة غير مباشرة بكل مؤثر مباشرة على رسملة السوق.

من خلال النتائج السابقة، فيما يتعلق بالارتباط بين الدخول الأجنبي إلى السوق المالية ومختلف مؤشرات أداء السوق، ويمكن القول أن هناك:

- ارتباط قوي بين حجم السوق المالية الإندونيسية ومساهمة الأجانب فيها من جانب الرسملة السوقية، بمعامل الارتباط وصل إلى0.652، أما فيما يتعلق بعدد الشركات فقد بقيت بعيدة عن التأثر باستثمارات الأجانب.

- ترتبط المساهمة الأجنبية في السوق بقوة مع معدل التداول 0.650 وحجم التداول 0.666، وبارتباط ضعيف مع معدل الدوران 0.192.

- ارتباط ضعيف جدا بين تدفقات الأوراق المالية إلى داخل السوق المالية الإندونيسية ومعدل تركيز السوق ومن ناحية أخرى هناك ارتباط قوي بين رسملة السوق ومعدلات التركيز وبالتالي يمكن استنتاج أن هنا ارتباط قوي بين معدلات التركيز واستثمارات الأجانب بصورة غير مباشرة.

المطلب الثالث: تحليل النتائج.

تم الوصول أخيرا إلى هدف الدراسة ومحاولة استخراج بعض النقاط القابلة للتعميم، وتوسيعها لتشمل كل الأسواق الناشئة وقبل ذلك لابد من اختبار صحة الفرضيات أولا للتأكد من وجود الارتباط فعلا، ثم مقارنة الارتباط بالنسبة لكل مؤشر في كلا السوقين.

الفرع الأول: اختبار الفرضيات.

إن حساب معاملات الارتباط بالنسبة لعلاقة كل من هذه المؤشرات بتدفقات استثمارات الأجانب في السوقين يعطي فكرة قوية عن طبيعة هذه العلاقة، ولكنه يظل غير كاف للتأكد من وجود علاقة فعلية بين المتغيرين واستبعاد أي احتمال لتدخل عامل الصدفة في اتجاه تغيرات المتغيرين X_i وY_i

1- طرح الفرضيات:

H_0: ليس هناك أي ارتباط بين المتغيرين X_i وY_i

H_1: وجود ارتباط فعلي بين X_i وY_i

2- اختبار الإحصائية الملائمة لإجراء الاختبار: $t_0=\frac{|R|\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-R^2}}$

- حيث α هي درجة المخاطرة (α =5%) وβ هي درجة الحرية و تساوي n-2

- حساب القيمة التطبيقية t_0 وقراءة القيمة النظرية t_β^α من جدول ستيودنت(Student)

3- مقارنة t_0 و t_β^α:

فإذا كانت:

$t_\beta^\alpha < -t_0$: ترفض H_0 وتقبل H_1، أي هناك ارتباط بين المتغيرين X_i وY_i.

$t_\beta^\alpha > -t_0$: ترفض H_1 وتقبل H_0، أي ليس هناك ارتباط بين المتغيرين X_i وY_i.

لتسهيل هذه الخطوات، تم إعداد الجدول الموالي لاختبار الفرضيات بالنسبة لكل من كوريا وإندونيسيا.

الجدول رقم(40): جدول اختبارات الفروض

السوق	المتغير X_i	المتغير Y_i	R	t_0	t_β^α	المقارنة	الاستنتاج
كوريا	تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة	رسملة السوق	0.908	6.137	2.306	$t_\beta^\alpha<t_0$	ترفض H_0 وتقبل H_1 أي هناك ارتباط بين X و Y
		معدل التداول	0.703	2.799	2.306	$t_\beta^\alpha<t_0$	ترفض H_0 وتقبل H_1 أي هناك ارتباط بين X و Y
		معدل الدوران	0.486	1.571	2.306	$t_\beta^\alpha>t_0$	ترفض H_1 وتقبل H_0، أي ليس هناك ارتباط بين X و Y
		حجم التداول	0.708	2.837	2.306	$t_\beta^\alpha<t_0$	ترفض H_0 وتقبل H_1 أي هناك ارتباط بين X و Y
إندونيسيا	تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة	رسملة السوق	0.652	2.433	2.306	$t_\beta^\alpha<t_0$	ترفض H_0 وتقبل H_1 أي هناك ارتباط بين X و Y
		معدل التداول	0.650	2.417	2.306	$t_\beta^\alpha<t_0$	ترفض H_0 وتقبل H_1 أي هناك ارتباط بين X و Y
		معدل الدوران	0.192	0.555	2.306	$t_\beta^\alpha>t_0$	ترفض H_1 وتقبل H_0، أي ليس هناك ارتباط بين X و Y
		حجم التداول	0.666	2.526	2.306	$t_\beta^\alpha<t_0$	ترفض H_0 وتقبل H_1 أي هناك ارتباط بين X و Y
	الإصدار الأجنبي	تركيز المؤشر	0.115	0.231	2.306	$t_\beta^\alpha>t_0$	ترفض H_1 وتقبل H_0، أي ليس هناك ارتباط بين X و Y

الفرع الثاني: مقارنة النتائج.

بعد التأكد من صحة الفرضيات الابتدائية لارتباط مختلف مؤشرات السوقين بتدفقات الاستثمارات الأجنبية في أوراقها المالية، يمكن فيما يلي إجراء مقارنة، الغرض منها هو إيجاد نوع من التقارب بين السوقين الكوري والإندونيسي، حتى يسهل تعميم بعض النتائج على باقي الأسواق الناشئة، وتتم هذه المقارنة على أساس كل مؤشر:

1- الحجم: فيما يتعلق بالحجم يمكن القول:

أ-ترتبط رسملة السوقين كوريا وإندونيسيا ارتباطا قويا مع تدفقات الاستثمارات الأجنبية في محافظها المالية، و لكن ارتباط الرسملة بمساهمة الأجانب في سوق كوريا 0.908 أقوى منه في سوق إندونيسيا 0.652، وهذا يعني أن دخول الأجانب وانسحابهم سيكون أثره أقوى على رسملة سوق كوريا، وهذا ما يفسر بشكل كبير انهيار بورصة كوريا خلال الأزمة المالية 2008 بعد الانسحاب الجماعي للمستثمر الدوليين، بينما لم تتأثر بورصة

إندونيسيا كثيرا. كما أن معيار الرسملة يعتبر من أهم معايير أداء الأسواق، حيث يدل قيام السوق أو انهيارها وبالتالي فإن قوة معامل الارتباط المتعلقة بالرسملة تعبر أيضا على درجة تعرض السوق للانهيار فور انسحاب المستثمرين الأجانب.

ب– لا يرتبط مقياس عدد الشركات المسجلة في السوق باستثمارات الأجانب في كلا السوقين، وهذا منطقي جدا لأن استثمار الأجانب يعبر عن الارتفاع في جانب الطلب، في حين يمثل عدد الشركات المسجلة جانب العرض، كما أن العرض في كلا السوقين لا يتميز بالمرونة اتجاه ارتفاع الطلب.

من ناحية أخرى لم تتوفر الإحصائيات حول دخول شركات أجنبية للتسجيل على السوقين، وفي نفس الوقت تجدر الإشارة إلى الانفتاح المالي على تدفقات إصدار الشركات المحلية على الأسواق الأجنبية حيث يمكن ملاحظة تدفقات داخلة وأخرى خارجة وبنفس القدر تقريبا، بما يشير إلى الأثر المزدوج للانفتاح المالي على تدفقات كل من الإصدار والاستثمار.

2– السيولة: تتميز سيولة كل من سوقي إندونيسيا وكوريا الجنوبية بما يلي:

أ– ارتباط قوي بين معدل التداول واستثمارات الأجانب، ولكن معامل الارتباط في كوريا الجنوبية أقوى منه في إندونيسيا، وربما يمكن إرجاع ذلك إلى طبيعة الانفتاح ومدته فكوريا كانت الأسبق في عملية الانفتاح المالي، حيث سمحت باستثمار الأجانب في أوراقها المالية منذ الثمانينات، أما اندونيسيا فقد تميزت سوقها بانفتاح تدريجي للاستثمارات أجنبية في البداية التسعينات والركود الذي عرفه الاقتصاد الإندونيسي في تلك المرحلة، ثم أخيرا بالتحرير الكامل في السوق المالية في 1998.

ب– ارتباط متوسط بين معدل الدوران واستثمار الأجانب في كوريا وارتباط ضعيف في إندونيسيا حيث يعبران على تأثير ضعيف لاستثمارات الأجانب على عمليات دوران الأوراق المالية في السوق ويرجع ذلك إلى انخفاض حجم الصفقات التي يجريها المستثمرون الدوليون على السوق المالية في تلك الفترة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة التداول بالنسبة للرسملة السوقية وخاصة خلال الأزمة المالية الأخيرة مما ينقص من معدل الدوران بالضرورة.

3– التركيز: من خلال دراسة حالة التركيز للاستثمارات الأجنبية على درجة التركيز في السوق المالية وفي نفس الوقت أشار معامل الارتباط إلى علاقة قوية بين بين ارتفاع رسملة السوق وانخفاض درجة التركيز، هذا معقول جدا لأن ارتفاع الرسملة يجعل نصيب الشركات الأولى يتقلص، وبما أن الدراسة من قبل أثبتت وجود ارتباط قوي بين رسملة السوق مساهمة الأجانب، مما يقود إلى وجود علاقة قوية مباشرة بين مساهمة الأجانب وتركيز السوق من مدخل الرسملة.

وعلى العموم يبقى هذا المؤشر مرتبط بأهمية السوق في حد ذاتها أي تحسن هذا المؤشر سيرجع بشكل كبير إلى متغيرات داخلية، كدخول شركات كبيرة مثلا برسملة مهمة.

انطلاقا مما سبق، يمكن الاستنتاج أن الدخول الأجنبي إلى السوق المالية سيكون له الأثر المباشر على كل من رسملة السوق ومعدل التداول، وله الأثر المتوسط على معدل الدوران، بينما تبقى معايير أخرى بعيدة نوعا ما عن التأثر كعدد الشركات المسجلة ودرجة تركيز السوق، وهي معايير مرتبطة بعمق السوق في حد ذاتها.

خلاصة الفصل الرابع.

إن الأسواق المالية الناشئة على اختلاف مراحلها وتباينها، تشترك في بعض الخصائص القابلة للتعميم، فالآثار المترتبة عن انفتاح السوق المالية الناشئة على متغيراتها الداخلية تكاد تكون متشابهة بالنسبة للأسواق الناشئة كسوقي إندونيسيا وكوريا الجنوبية.

ولقد تميزت كوريا الجنوبية بعدة خصائص تجعل منها نموذجا لسوق ناشئة تتجه أكثر نحو التقدم والبروز، فالاقتصاد الكوري ومنذ انطلاقه في بداية الستينات قد شهد نموا كبيرا، وخصوصا بعد اندماجه كليا في الاقتصاد الدولي والتوجه نحو النشاط التصديري.

وعلى الرغم من الضعف الذي تميز بها النظام المالي الكوري خاصة فيما يتعلق بالتمويل غير الفعال للشركات عديمة الملاءة قبل أزمة 1997، إلا أن النظام قد استطاع استرجاع البعض من كفاءته بتطبيق برامج صندوق النقد الدولي في 1998، والتي زادت أيضا من فعالية سوق الأوراق المالية.

كما تعتبر إندونيسيا أيضا سوقا ناشئة، حيث تميز الاقتصاد الإندونيسي بالقدرة على الاندماج في الاقتصاد العالمي على الرغم من الاختلالات التي عانى منها الاقتصاد الإندونيسي وخاصة خلال أزمة جنوب شرق آسيا، ولقد مر منذ الستينات على عدة مراحل تم خلالها إتباع خطط إستراتيجية تنموية دارت في مجملها حول تطوير النظام الزراعي والصناعي ومحاربة البيروقراطية والفساد للوصول إلى معدلات جيدة من التصدير والنمو.

وفي نفس الوقت تميز القطاع المالي الإندونيسي باختلالات خاصة في القطاع البنكي، حيث قامت السلطات بإصلاحات عميقة استطاعت من خلالها تكوين سوق مالية منتعشة ومنفتحة بشكل كبير أمام استثمارات الأجانب.

وبتحليل آثار التدفقات الأجنبية للاستثمارات في الأوراق المالية على أداء كل من سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا، اتضح أن هناك أثر قوي لاستثمارات الأجانب على رسملة كل من السوقين ولكن الأثر على سوق كوريا الجنوبية أقوي، وبنفس الصورة تدل الدراسة على العلاقة القوية بين تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى سوقي إندونيسيا وكوريا الجنوبية وتطور معدلات التداول ومعدلات الدوران فيهما، ويعني هذا أن دخول المستثمرين الدوليين إلى السوق أو انسحابهم منها سيكون له الأثر المباشر على كل رسملتها وسيولتها، أما تركيز السوق فقد بقي بعيدا عن التأثر المباشر بتدفقات استثمارات الأجانب أو بتدفقات الإصدارات الأجنبية، لأنه معيار داخلي يعبر عن عمق السوق، ويعبر كذلك عن تقارب الشركات المسجلة من حيث النصيب في الرسملة، وكذلك معيار عدد الشركات المسجلة فهو في الحقيقة لا يتحسن إلا بتحسن الثقافة المالية للمؤسسات.

◆◆◆

الخاتمة العامة

لقد تبين من دراسة أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة، وبالتركيز على حالتي كوريا الجنوبية وإندونيسيا، ووصول العولمة المالية إلى مراحل متقدمة من تطورها، فالسرعة الكبيرة التي تميز حركة التحولات نحو التعولم تشير إلى أهمية الظاهرة وخطورتها في نفس الوقت، وتدعو إلى التفكير أكثر في آثار هذه العولمة المالية كواقع سيترسخ في أعراف المعاملات الاقتصادية والمالية الدولية، ويفترض أن كل البلدان والتكتلات ستجد لها مكانا فعالا ضمن هذه المنظومة كشرط أساسي لتحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين المناطق والقطاعات، كما تتوقع النظرية الليبرالية الجديدة بمدارسها.

كما أنه بالتوازي مع العولمة المالية، شهد العالم تطورا كبيرا للأسواق الناشئة، ويطرح التساؤل عما إذا كانت هذه الأسواق ستشكل أقطابا رئيسية ضمن هذه الحركة الجيومالية العالمية، وفق ما تتميز به خصائص وما إذا كانت ستستفيد من ذلك فعلا!

إن النقطة التي انطلق منها البحث منذ البداية هي ظهور العولمة المالية كمفهوم أو كفكر يمتد من أصول المذهب الليبرالي خلال العشريتين الأخيرتين رغم وجودها كواقع وممارسة منذ أواخر القرن التاسع عشر، واختفائه بين الفترتين على فترات تاريخية ميزتها الحروب والأزمات الاقتصادية...فالمظهر الحالي للعلاقات المالية الدولية قد لا يمثل إلا مرحلة، والمؤكد أن الديناميكية السريعة في هذا الميدان والتفاعل بين مكونات النظام الاقتصادي والمالي الدولي ستقود حتما إلى مظاهر أكثر حركية، ولابد من الاقتناع منذ الآن أن المكان الذي يشغله كل طرف في المرحلة الحالية سيكون له الدور الكبير في اتخاذ الموقع المستقبلي.

أما النقاط التي تم التوصل إليها من خلال البحث فيمكن تلخيصها ضمن ثلاثة عناصر:

أولا: نتائج البحث.

لقد تم التوصل من خلال الدراسة والتحليل إلى عدة نتائج يمكن ذكرها فيما يلي:

1- إن العولمة المالية كحركة دولية لإقامة سوق كبرى لرؤوس الأموال تختفي في ظلها كل أشكال القيود والتنظيمات، تولد حالة من عدم الاستقرار والتذبذب في النظام المالي والنقدي الدولي، حيث تكرس العولمة المالية مبدأ "سيادة الأسواق" على السياسات الاقتصادية والمالية للبلدان بشكل يوحي بأولوية سوق رؤوس الأموال على باقي مكونات النظام، كما أن "مبدأ إزالة القيود التنظيمية" الذي تقوم عليه العولمة المالية كإحدى أهم الدعامات قد خلق نوعا من التلقائية في حركة رؤوس الأموال في ظل غياب التنظيمات والقوانين التي تضبطها، والحقيقة أن بقاء النظام المالي الدولي دون ضابط قد يجعل الاضطراب من أهم مميزاته.

2- يتميز النظام المالي الدولي الجديد بانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والمجال المالي، حيث لم تعد العمليات في الأسواق المالية وأسواق الصرف ترتبط بتمويل الإنتاج والتجارة العالميين ولكنها أصبحت مستقلة ونشاطها منفصلا عن العمليات الحقيقية، كما أن مبالغ العمليات المالية عبر الحدود تمثل خمسين ضعفا بالنسبة للعمليات الحقيقية من استثمار، إنتاج وتجارة دولية. والمؤكدة طبعا أن لهذا الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والمجال المالي مساهمة كبيرة في زيادة عدم الاستقرار الذي أصبح يميز النظام المالي الدولي بشكل دائم.

3- لقد أثبتت الدراسات أن كل فترات الأزمات المالية في العالم ومنذ 1870 ميزتها بشكل خاص معدلات تذبذب مرتفعة على الأسواق المالية في كل الولايات المتحدة، بريطانيا فرنسا وألمانيا، وفي الواقع خلال الفترات السابقة، لم يكن هذا التذبذب بفعل العولمة المالية، ولكنه كان يعبر عن الطبيعة غير المستقرة للسوق المالية نفسها دون الحديث عن انفتاحها للمستثمرين الدوليين والمضاربين...وخلال السنوات الأخيرة، أصبحت الأسواق المالية أكثر تذبذبا بفعل مبدأ"إزالة القيود التنظيمية" بالإضافة إلى الأدوات المشتقة التي تتغذى من عدم الاستقرار في الأسواق وبالتالي من المخاطر. ولا شك أن عدم الاستقرار القاعدي في النظام المالي الدولي سيكون له الدور البارز في إحداث الأزمات المالية وحتى الاقتصادية بالإضافة إلى آثار العدوى المرتبطة بالتحرير المالي في حد ذاته وما تسببه كل هذه الاضطرابات من تكاليف باهضة لكل المنظومة الدولية.

4- إن المبرر الرئيسي لعملية الانفتاح المالي حسب النظرية الاقتصادية الليبرالية هو تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين المناطق والقطاعات، وانطلاقا من باب الرشادة الاقتصادية وثنائية (مخاطر-عوائد) يتحقق التوجه العقلاني لروؤس الأموال بما يؤدي إلى الفعالية، ويبدو الإطار النظري لهذا التبرير سليما لكن التجربة أثبتت من الناحية العملية أمورا مختلفة، حيث لم يتم إثبات أن الكفاءة التخصيصية لرؤوس الأموال قد تحسنت في ظل النظام المالي الدولي الجديد، أو أنها قد حققت المستوى المقبول من المكاسب بالنسبة لكل الأسواق المندمجة، فمن ناحية استطاعت بعض الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية إن تمثل منذ الثمانينات أقطابا جاذبة لرؤوس الأموال الدولية، الشيء الذي ساهم في تطوير قطاعاتها الإنتاجية والمالية بشكل كبير، وقد ساعدها في ذلك معدلات العوائد المرتفعة مقارنة بتلك المتحققة في الأسواق الكبرى مما جعل هذه البلدان تستفيد من تدفقات رؤوس الأموال في النصف الأول من التسعينات، غير أن هذا لا يؤكد تحسن كفاءة النظام المالي الدولي في ظل العولمة المالية، فعلى الرغم من تلك التدفقات المالية المعتبرة إلى هذه الأسواق فقد ظل نصيبها من التمويلات الدولية قليلا بالنسبة للتدفقات فيما بين الأسواق المتقدمة.

5- خلقت العولمة المالية خلال السنوات الأخيرة هيكلا جديدا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم، حيث ظهرت تلك الأقطاب الجاذبة لرؤوس الأموال بفضل العوائد المرتفعة في أسواقها بالنسبة للأسواق المتقدمة، هذا الشكل الجديد لطبيعة العلاقات المالية والاقتصادية الدولية يقود إلى تفاوت دولي جديد يقوم على ضريبة اندماج تدفعها الأسواق الناشئة في شكل عوائد مرتفعة إلى المستثمرين الدوليين، تحوّل فيما بعد إلى الأسواق المتقدمة، مما يزيد في الاختلال التراكمي بين المجموعتين من الأسواق.

6- لقد استطاعت الأسواق الناشئة-بما فيها إندونيسيا و كوريا الجنوبية- أن تستفيد من ايجابيات العولمة قبل الأزمات المالية التي إصابتها خلال التسعينات، حيث ارتفعت أداءاتها الاقتصادية والمالية بصورة واضحة، بالإضافة إلى التحسن الكبير في أداء أسواقها المالية، ولكن فترة الأزمات (1995-1999) جعل رؤوس الأموال الدولية تتراجع وتنسحب من هذه الأسواق مما أثر سلبا على أدائها حيث انخفضت كل من رسملتها السوقية وقيمها البورصية.

والهدف منا هو ليس الحديث عن الأداءات السابقة للأسواق المالية الناشئة، وإنما هو التأكيد على وجود طريقة لاستفادتها من بعض جوانب العولمة المالية لتحسين أدائها.

7- بينت دراسة حالتي إندونيسيا وكوريا الجنوبية وجود علاقة وثيقة بين تطور تدفقات استثمارات الأجانب في أوراقها المالية و تطور معايير أدائها، حيث أشارت معاملات الارتباط إلى التالي:

- يساهم الأجانب بشكل كبير في رسملة كل من سوقي كوريا الجنوبية و إندونيسيا، كما يؤثرون مباشرة على معدل الدوران و التداول في السوقين، وهذا يعني من ناحية أن هذه السوق تستفيد بشكل كبير من تدفقات الاستثمارات الأجنبية في تحسين رسملتها و سيولتها، بينما يبقى مؤشر عدد الشركات المسجلة بعيدا عن التأثير.

- كما يتميز معيار التركيز ببعده عن التأثر مباشرة بالانفتاح المالي، لأنه في الحقيقة يدل على عمق السوق وقوتها، فهو يقيس وزن الشركات العشر في رسملة السوق، وكلما كان هذا الوزن مرتفعا، يزداد تعرض السوق للانهيار فور إفلاس أو خروج إحدى الشركات، في هذه الحالة يمكن القول أن السوق غير عميقة.

ورغم ضعف الأثر على هذين المعيارين فإن استفادة السوقين مؤكدة، ويمكن القول نظريا أن كل الأسواق ستستفيد بنفس الصورة.

ويشار أيضا أن بقاء بعض معايير الأداء بعيدا عن تأثير التدفقات الأجنبية يشكل وضعية أكثر أمنا بالنسبة للسوق في حال انسحاب الأجانب عند الاضطراب.

ثانيا: اقتراحات عامة لتحسين شروط تحرير الأسواق المالية الناشئة

انطلاقا من النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة، يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي من شأنها تحسين وضعية هذه الأسواق ضمن النظام المالي الدولي الجديد، وتساعد للاستفادة من جاذبيتها للاستثمارات المالية الدولية في رفع أداء أسواقها المالية طالما أن العلاقة موجودة وتم إثبات ذلك في حالة إندونيسيا وكوريا الجنوبية ومن جملة الاقتراحات:

1-لا بد أن تعمل الأسواق الناشئة على تحسين تنافسيتها وجاذبيتها لرؤوس الأموال الدولية، للمحافظة على مكانتها ضمن سلم التنويع الدولي، ويتسنى لها ذلك طبعا من خلال التركيز على العوائد وتقليل مخاطر الاستثمار فيها، والمتمثلة في الخطر الاقتصادي، الخطر السياسي، الخطر القانوني والتنظيمي وخطر البلد نفسه.

2-المحافظة على نوع من الاستقرار الاقتصادي فيما يتعلق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية وأهمها معدلات التضخم، معدلات الفائدة، قيمة النقد، معدلات الاستثمار، الوضعية الخارجية...الخ كل هذه المتغيرات وغيرها تساعد المستثمر في تكوين فكرة واضحة عن العوائد المتوقعة من الاستثمار في كل سوق مالية.كما أنه من الضروري جدا بعد تحقيق التوازنات الكلية، أن تعمل الأسواق على استقرارها وثباتها من أجل جذب رؤوس الأموال والأهم من ذلك المحافظة عليها داخل السوق.

3-يعتبر الاستقرار السياسي أيضا من أهم العوامل المؤثرة على توجه رؤوس الأموال، ولهذا فعلى الأسواق الناشئة أن تسعى إلى الحفاظ على استقرارها السياسي، وكثيرا ما أثرت الحروب والنزاعات السياسية على فعالية الأنظمة الاقتصادية والمالية، حيث تقل أهمية العوائد بالنسبة للمستثمر إذا لم يتوفر الاستقرار السياسي في البلد المعني.

4- لا بد للأسواق الناشئة من إدارة قانونية وتنظيمية فعالة لسوق رؤوس الأموال بصفة عامة، من أجل إيجاد نوع من الاستقرار في ظل النظام المالي الدولي الجديد، ومحاولة كبح الحركة السريعة لرؤوس الأموال الدولية ووضع حد للعمليات ذات الطبيعة المضاربية البحتة.

5-ربط البورصات الناشئة وإدماجها ضمن سوق مالية موحدة سيتيح لها فرصا أكبر للكسب في ظل الانفتاح المالي، لأن اتساع السوق مع فعالية تنظيمية وكفاءة وظيفية عالية سيزيد من جاذبية السوق لاستثمارات الأجانب، كما أن وجود بورصة ناشئة بخلفية اقتصادية قوية من شأنه أن يعزز مكانة الأسواق الناشئة أكثر ضمن التنويع الدولي كتكتل قوي وفعال، ولا شك أن هناك أمورا كثيرة ستتغير في هذه الحالة فيما يتعلق بسلوكيات المستثمرين وعامل الثقة وحتى الأثر المتوقع من انسحاب المستثمرين عند أي نوع من الاضطراب.

6-لا بد للمنظومة الدولية ككل أن تتخذ إجراءات جدية فيما يتعلق بتنظيم وضبط حركة رؤوس الأموال الدولية، والتراجع نوعا ما عن مبدأ سيادة الأسواق لأن اضطراب الأسواق المالية كان دوما ذا أثر عميق على البلدان المعنية والبلدان المجاورة وكل النظام الاقتصادي والمالي العالمي على نطاق واسع، ومن هذا المنطلق لم يعد من المفيد للدول والمنظمات الدولية أن تتجرد من مسؤوليتها اتجاه حركة رؤوس الأموال عبر العالم، وأن تتدخل من أجل سلامة وصحة النظام المالي والاقتصادي الدوليين

ثالثا: آفاق مستقبلية للبحث:

إن التطور الدائم في مفهوم وممارسات العولمة المالية يجعل منها موضوعا واسعا ومثيرا لاهتمام العديد من المفكرين والباحثين وكل الأطراف المعنية به، كما أن علاقته القوية بظاهرة الأسواق المالية الناشئة قد أصبحت تشمل مسألة شديدة الأهمية والإثارة تستدعي الكثير من البحث ومن عدة مداخل، وعلى الرغم من محاولة الإحاطة ببعض جوانبه إلا أنه يبقى واسعا متراميا و تحوطه الكثير من التساؤلات و الإشكاليات المستجدة.

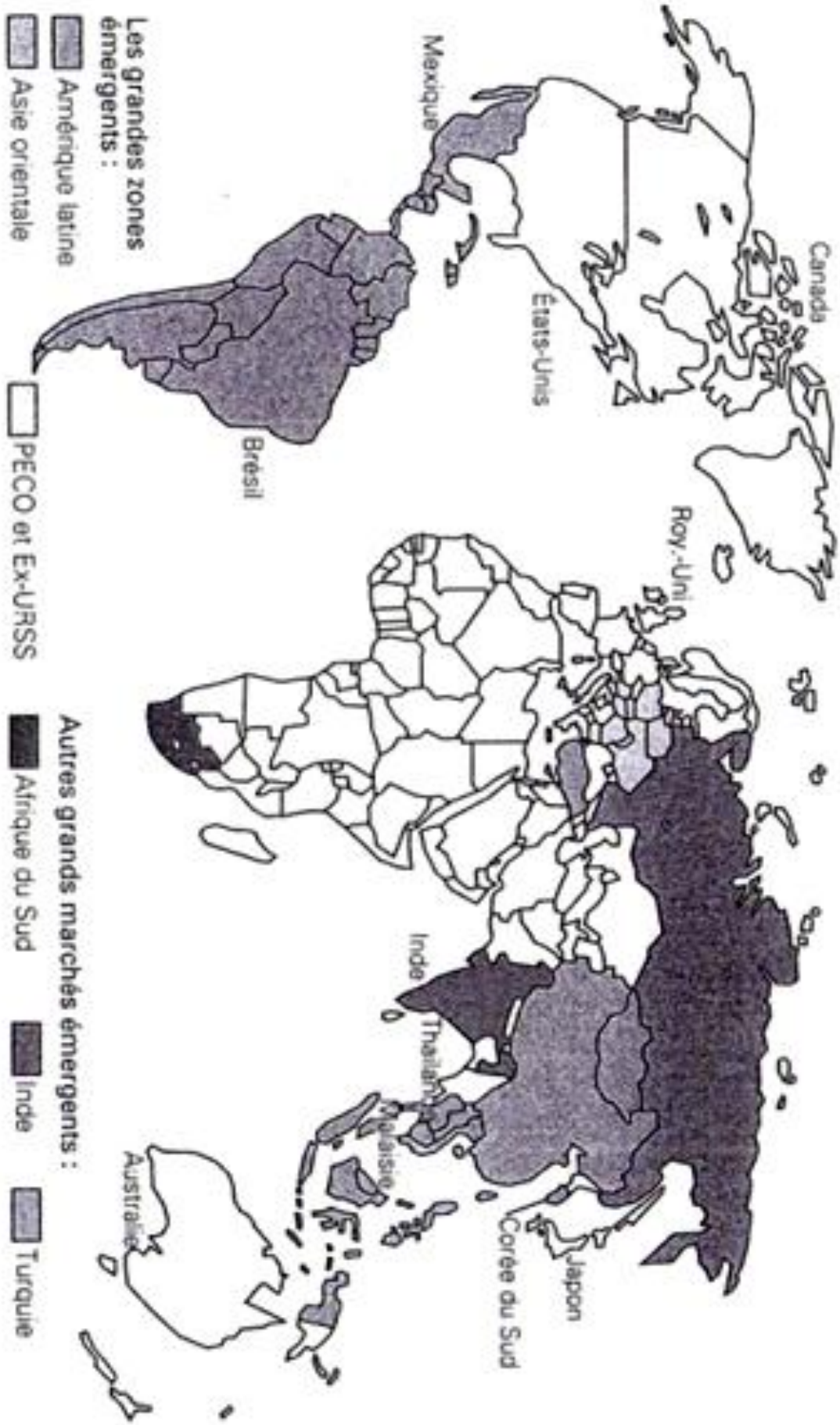
ومع كل لابد من محاولة جريئة لوضع بعض المعالم التي تمكن من فهمه و البحث فيه، وخصوصا أن الأسواق الناشئة قد تقدمت كثيرا في عمليات التحرير المالي، مما يقدونا إلى التساؤل: كيف يمكن للبلدان الناشئة أن تطور من ثقافتها المالية للتجاوب بفعالية مع مستلزمات العولمة المالية؟ و كيف يمكنها الاستفادة منها لرفع أداءاتها الاقتصادية والمالية من خلال التحكم في إدارة مختلف أنظمتها المالية والاقتصادية و تهيئتها للتعامل مع النظام النظام الجديد؟

إن هذه الدراسة ستكون نقطة انطلاقة للعديد من البحوث المستقبلية في مجال العولمة المالية وفي علاقتها الجدلية بالأسواق الناشئة حيث يمكن للباحث أن يعالج أثر العولمة المالية على أداء تكتل من الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة أو قد يعمد إلى إجراء مقارنة بينهما، لأنه عند دراسة الأسواق الناشئة بمعزل عن الأسواق المتقدمة تبقى النتائج مطلقة وجزئية.

وقد يتوجه الباحث إلى دراسة حالة ربط البورصات وتأثر أدائها في ظل العولمة المالية وهكذا تتعدد اختيارات البحث في هذا الميدان أمام الباحثين في العلاقة بين العولمة المالية والأسواق الناشئة أو حتى الاقتصاديات أي أثر العولمة المالية على المتغيرات الاقتصادية الكلية للبلدان المتقدمة والناشئة.

الملاحق

الملحق رقم (01): خريطة الدول الناشئة في العالم.



الملحق رقم (02): قياس الارتباط بين رسملة السوق و مساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 05/09/2010 à 10:25:29
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $F$8:$F$17 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $G$8:$G$17 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Type I SS, III SS
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable capita :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
capita	10	10	0	10	524,696	271,655

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	18,316	5,014

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,908
R^2 (coefficient de détermination)	0,825
R^2aj. (coefficient de détermination justé)	0,803
SCR	116363,979

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	547805,127	547805,127	37,661	0,000
Résidus	8	116363,979	14545,497		
Total	9	664169,106			

Analyse du modèle (Type I SS) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
ide	1	547805,127	547805,127	37,661	0,000

Analyse du modèle (Type III SS) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
ide	1	547805,127	547805,127	37,661	0,000

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	-376,475	151,717	-2,481	0,038	-726,334	-26,616
ide	49,203	8,018	6,137	0,000	30,714	67,691

L'équation du modèle s'écrit : capita = -376,474897427934 + 49,2026424300693*ide

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	capita	capita (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	11,748	188,041	201,558	-13,517	-0,112	51,630	351,485	-114,395	517,511
2001	1	12,860	255,850	256,271	-0,421	-0,003	122,449	390,093	-52,365	564,907
2002	1	13,729	258,680	299,028	-40,348	-0,335	176,859	421,198	-4,737	602,793
2003	1	15,335	355,362	378,048	-22,686	-0,188	274,263	481,833	81,199	674,897
2004	1	16,899	412,588	455,001	-42,413	-0,352	363,236	546,765	162,138	747,863
2005	1	18,499	655,074	533,725	121,349	1,006	445,712	621,738	242,016	825,434
2006	1	20,635	704,587	638,822	65,765	0,545	540,976	736,668	343,997	933,647
2007	1	23,498	951,917	779,689	172,228	1,428	649,629	909,749	472,665	1086,712
2008	1	24,494	576,927	828,695	-251,768	-2,088	684,530	972,859	515,435	1141,954
2009	1	25,458	887,935	876,126	11,809	0,098	717,466	1034,786	555,937	1196,315

Statistique de Durbin-Watson : d= 2,518

الملحق رقم (03): قياس الارتباط بين معدل التداول و مساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية).

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 05/09/2010 à 10:22:37
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $H$8:$H$17 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $G$8:$G$17 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Type I SS, III SS
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable td1 :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
td1	10	10	0	10	100,700	26,613

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	18,316	5,014

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,703
R^2 (coefficient de détermination)	0,495
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	0,432
SCR	3219,925

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	3154,175	3154,175	7,837	0,023
Résidus	8	3219,925	402,491		
Total	9	6374,100			

Analyse du modèle (Type I SS) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
ide	1	3154,175	3154,175	7,837	0,023

Analyse du modèle (Type III SS) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
ide	1	3154,175	3154,175	7,837	0,023

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	32,319	25,238	1,281	0,236	-25,879	90,517
ide	3,734	1,334	2,799	0,023	0,658	6,809

*L'équation du modèle s'écrit : td1 = 32,318744682193 + 3,73351834881969*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	T.NE	td1 (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	11,748	104,000	76,180	27,820	1,387	51,240	101,120	23,622	128,738
2001	1	12,860	75,000	80,332	-5,332	-0,266	58,071	102,593	28,991	131,672
2002	1	13,729	103,000	83,576	19,424	0,968	63,254	103,899	33,046	134,106
2003	1	15,335	71,000	89,572	-18,572	-0,926	72,308	106,837	40,192	138,952
2004	1	16,899	67,000	95,411	-28,411	-1,416	80,147	110,676	46,695	144,128
2005	1	18,499	91,000	101,385	-10,385	-0,518	86,744	116,026	52,860	149,910
2006	1	20,635	93,000	109,360	-16,360	-0,815	93,084	125,636	60,317	158,403
2007	1	23,498	140,000	120,049	19,951	0,994	98,414	141,684	68,977	171,121
2008	1	24,494	125,000	123,768	1,232	0,061	99,786	147,749	71,658	175,877
2009	1	25,458	138,000	127,367	10,633	0,530	100,974	153,759	74,104	180,629

Statistique de Durbin-Watson : d = 1.668

الملحق رقم (04): قياس الارتباط بين معدل الدوران و مساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 05/09/2010 à 10:24:06
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $I$8:$I$17 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $G$8:$G$17 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Type I SS, III SS
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable td2 :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
td2	10	10	0	10	186,950	73,041

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	18,316	5,014

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,486
R^2 (coefficient de détermination)	0,236
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	0,140
SCR	36692,379

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	11322,846	11322,846	2,469	0,155
Résidus	8	36692,379	4586,547		
Total	9	48015,225			

Analyse du modèle (Type I SS) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
ide	1	11322,846	11322,846	2,469	0,155

Analyse du modèle (Type III SS) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
ide	1	11322,846	11322,846	2,469	0,155

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	316,510	85,195	3,715	0,006	120,051	512,969
ide	-7,074	4,502	-1,571	0,155	-17,456	3,308

*L'équation du modèle s'écrit : td2 = 316,510303574022 -7,07380653402977*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	T.Ro	td2 (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	11,748	333,500	233,407	100,093	1,478	149,217	317,597	55,988	410,827
2001	1	12,860	192,000	225,541	-33,541	-0,495	150,395	300,687	52,231	398,852
2002	1	13,729	286,000	219,394	66,606	0,983	150,791	287,997	48,819	389,970
2003	1	15,335	154,000	208,033	-54,033	-0,798	149,754	266,313	41,342	374,725
2004	1	16,899	134,000	196,970	-62,970	-0,930	145,441	248,499	32,517	361,423
2005	1	18,499	119,000	185,652	-66,652	-0,984	136,229	235,075	21,846	349,458
2006	1	20,635	120,000	170,542	-50,542	-0,746	115,598	225,486	4,987	336,098
2007	1	23,498	143,000	150,290	-7,290	-0,108	77,257	223,323	-22,115	322,695
2008	1	24,494	223,000	143,244	79,756	1,178	62,291	224,198	-32,662	319,151
2009	1	25,458	165,000	136,425	28,575	0,422	47,332	225,519	-43,373	316,223

Statistique de Durbin-Watson : d = 1,495

الملحق رقم (05): قياس الارتباط بين حجم التداول و مساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 06/09/2010 à 18:01:05
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $J$8:$J$17 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = 2000-2009 / plage = $G$8:$G$17 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable volum :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
volum	10	10	0	10	175,500	54,695

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	18,316	5,014

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)		0,708
R^2 (coefficient de détermination)		0,501
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	0,439	
SCR		13421,844

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	13502,376	13502,376	8,048	0,022
Résidus	8	13421,844	1677,730		
Total	9	26924,220			

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	34,018	51,526	0,660	0,528	-84,802	152,838
ide	7,725	2,723	2,837	0,022	1,446	14,004

*L'équation du modèle s'écrit : volum = 34,018230769068 + 7,72467960093538*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	volume	volum (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	11,748	73,785	124,768	-50,983	-1,245	73,849	175,687	17,463	232,073
2001	1	12,860	116,417	133,358	-16,941	-0,414	87,909	178,807	28,538	238,177
2002	1	13,729	209,167	140,070	69,097	1,687	98,579	181,562	36,905	243,236
2003	1	15,335	133,876	152,476	-18,600	-0,454	117,228	187,724	51,660	253,293
2004	1	16,899	152,850	164,558	-11,708	-0,286	133,392	195,723	65,095	264,020
2005	1	18,499	216,439	176,917	39,522	0,965	147,026	206,808	77,846	275,988
2006	1	20,635	234,936	193,417	41,519	1,014	160,186	226,648	93,288	293,546
2007	1	23,498	189,506	215,533	-26,027	-0,635	171,361	259,704	111,261	319,805
2008	1	24,494	188,149	223,227	-35,078	-0,856	174,265	272,188	116,837	329,617
2009	1	25,458	239,871	230,673	9,198	0,225	176,789	284,558	121,930	339,417

Statistique de Durbin-Watson : d= 1,902

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 06/09/2010 à 00:10:20
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = indonisia00-09 / plage = $F$7:$F$16 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = indonisia00-09 / plage = $G$7:$G$16 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable capita :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
capita	10	10	0	10	904,214	673,901

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	11,855	10,811

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,652
R^2 (coefficient de détermination)	0,425
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	0,354
SCR	2348692,143

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	1738590,814	1738590,814	5,922	0,041
Résidus	8	2348692,143	293586,518		
Total	9	4087282,957			

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	422,265	261,881	1,612	0,146	-181,633	1026,164
ide	40,655	16,706	2,433	0,041	2,130	79,179

*L'équation du modèle s'écrit : capita = 422,265484679102 + 40,6546108565293*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	capita	capita (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	0,800	259,621	454,789	-195,168	-0,360	-126,152	1035,730	-923,138	1832,717
2001	1	4,514	239,259	605,780	-366,521	-0,676	119,885	1091,675	-734,848	1946,409
2002	1	7,923	268,423	744,372	-475,949	-0,878	321,215	1167,529	-574,815	2063,559
2003	1	9,974	460,366	827,755	-367,389	-0,678	426,047	1229,462	-484,709	2140,218
2004	1	18,823	679,949	1187,507	-507,558	-0,937	709,820	1665,195	-150,169	2525,183
2005	1	-5,400	801,253	202,731	598,522	1,105	-570,566	976,027	-1266,684	1672,145
2006	1	17,310	1249,074	1125,997	123,077	0,227	678,461	1573,532	-201,211	2453,204
2007	1	32,651	1988,326	1749,679	238,647	0,440	856,374	2642,985	213,715	3285,643
2008	1	18,652	1076,491	1180,555	-104,064	-0,192	706,539	1654,572	-155,814	2516,925
2009	1	13,300	2019,375	962,972	1056,403	1,950	563,949	1361,995	-348,673	2274,616

Statistique de Durbin-Watson : d =1,277

الملحق رقم (07): قياس الارتباط بين معدل التداول و استثمار الأجانب(إندونيسيا)

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 06/09/2010 à 00:10:52
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = indonisia00-09 / plage = $H$7:$H$16 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = indonisia00-09 / plage = $G$7:$G$16 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable tde1 :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
tde1	10	10	0	10	13,176	6,971

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	11,855	10,811

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,650
R^2 (coefficient de détermination)	0,422
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	0,350
SCR	252,811

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	184,553	184,553	5,840	0,042
Résidus	8	252,811	31,601		
Total	9	437,364			

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	8,211	2,717	3,022	0,017	1,945	14,476
ide	0,419	0,173	2,417	0,042	0,019	0,819

*L'équation du modèle s'écrit : tde1 = 8,21050781992992 + 0,418862744740068*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	T.NE	tde1 (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	0,800	8,830	8,546	0,284	0,051	2,518	14,573	-5,750	22,841
2001	1	4,514	5,920	10,101	-4,181	-0,744	5,060	15,142	-3,808	24,010
2002	1	7,923	6,620	11,529	-4,909	-0,873	7,139	15,919	-2,157	25,216
2003	1	9,974	6,220	12,388	-6,168	-1,097	8,221	16,556	-1,228	26,005
2004	1	18,823	10,760	16,095	-5,335	-0,949	11,139	21,051	2,216	29,973
2005	1	-5,400	14,630	5,949	8,681	1,544	-2,074	13,972	-9,296	21,194
2006	1	17,310	13,340	15,461	-2,121	-0,377	10,818	20,104	1,691	29,231
2007	1	32,651	26,590	21,887	4,703	0,837	12,619	31,155	5,951	37,822
2008	1	18,652	21,480	16,023	5,457	0,971	11,105	20,941	2,158	29,888
2009	1	13,300	17,370	13,781	3,589	0,638	9,642	17,921	0,173	27,390

Statistique de Durbin-Watson : d =1,529

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 06/09/2010 à 00:11:21
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = indonisia00-09 / plage = $I$7:$I$16 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = indonisia00-09 / plage = $G$7:$G$16 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable td2 :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
td2	10	10	0	10	48,291	19,435

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	11,855	10,811

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,192
R^2 (coefficient de détermination)	0,037
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	-0,083
SCR	3273,866

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	125,629	125,629	0,307	0,595
Résidus	8	3273,866	409,233		
Total	9	3399,495			

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	44,194	9,777	4,520	0,002	21,648	66,741
ide	0,346	0,624	0,554	0,595	-1,093	1,784

*L'équation du modèle s'écrit : td2 = 44,1941781517472 + 0,345586294739875*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	T.Ro	td2 (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	0,800	47,290	44,471	2,819	0,139	22,781	66,160	-6,974	95,916
2001	1	4,514	40,760	45,754	-4,994	-0,247	27,613	63,895	-4,298	95,807
2002	1	7,923	44,980	46,932	-1,952	-0,097	31,134	62,731	-2,320	96,184
2003	1	9,974	27,240	47,641	-20,401	-1,008	32,643	62,639	-1,360	96,642
2004	1	18,823	36,320	50,699	-14,379	-0,711	32,865	68,534	0,757	100,641
2005	1	-5,400	50,670	42,328	8,342	0,412	13,457	71,199	-12,533	97,189
2006	1	17,310	35,680	50,176	-14,496	-0,717	33,467	66,885	0,625	99,728
2007	1	32,651	52,810	55,478	-2,668	-0,132	22,126	88,830	-1,867	112,823
2008	1	18,652	98,880	50,640	48,240	2,385	32,943	68,338	0,747	100,534
2009	1	13,300	48,280	48,790	-0,510	-0,025	33,893	63,688	-0,180	97,761

Statistique de Durbin-Watson : d = 2,014

الملحق رقم (09): قياس الارتباط بين حجم التداول و استثمار الأجانب(إندونيسيا)

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 11/09/2010 à 09:11:18
Variable(s) dépendante(s) classeur = donnee these.xlsx / feuille = Feuil4 / plage = $F$9:$F$18 / 10 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = donnee these.xlsx / feuille = Feuil4 / plage = $E$9:$E$18 / 10 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable volum :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
volum	10	10	0	10	483,377	357,596

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	11,840	10,805

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,666
R^2 (coefficient de détermination)	0,444
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	0,374
SCR	640153,556

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	510720,500	510720,500	6,382	0,035
Résidus	8	640153,556	80019,194		
Total	9	1150874,056			

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	222,337	136,669	1,627	0,142	-92,822	537,495
ide	22,047	8,727	2,526	0,035	1,923	42,172

*L'équation du modèle s'écrit : volum = 222,336763348447 + 22,0473088388136*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	volume	volum (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2000	1	0,800	134,531	239,975	-105,444	-0,373	-63,195	543,145	-479,349	959,298
2001	1	4,500	148,381	321,550	-173,169	-0,612	67,836	575,263	-378,368	1021,467
2002	1	7,900	171,207	396,511	-225,304	-0,796	175,517	617,504	-292,222	1085,243
2003	1	9,900	234,031	440,605	-206,574	-0,730	230,663	650,547	-244,661	1125,872
2004	1	18,800	411,768	636,826	-225,058	-0,796	387,488	886,165	-61,518	1335,170
2005	1	-5,400	401,868	103,281	298,587	1,056	-300,353	506,916	-663,814	870,377
2006	1	17,300	436,936	603,755	-166,819	-0,590	370,036	837,475	-89,166	1296,676
2007	1	32,600	1039,542	941,079	98,463	0,348	475,147	1407,011	139,452	1742,707
2008	1	18,700	787,846	634,621	153,225	0,542	386,408	882,835	-63,322	1332,564
2009	1	13,300	1067,659	515,566	552,093	1,952	307,204	723,928	-169,218	1200,350

Statistique de Durbin-Watson : d =1,142

الملحق رقم (10): قياس الارتباط بين تركيز السوق المالية و استثمار الأجانب(إندونيسيا)

XLSTAT 7.1 - Régression linéaire - le 08/09/2010 à 00:39:27
Variable(s) dépendante(s) classeur = Classeur1.xlsx / feuille = Feuil166 / plage = $F$13:$F$18 / 6 lignes et 1 colonne
Pondération uniforme (par défaut)
Variables quantitatives : classeur = Classeur1.xlsx / feuille = Feuil166 / plage = $G$13:$G$18 / 6 lignes et 1 colonne
Aucune donnée manquante détectée
Intervalle de confiance (%) : 95,00

Modélisation de la variable td4 :

Résumé pour la variable dépendante :

Variable	Nbr. de valeurs total	Nbr. de valeurs utilisées	Nbr. de valeurs ignorées	Somme des poids	Moyenne	Ecart-type
td4	6	6	0	6	52,445	10,526

Résumé pour les variables quantitatives :

Variable	Moyenne	Ecart-type
ide	15,886	12,321

Coefficients d'ajustement :

R (coefficient de corrélation)	0,115
R^2 (coefficient de détermination)	0,013
R^2aj. (coefficient de détermination ajusté)	-0,234
SCR	546,671

Evaluation de la valeur de l'information apportée par les variables (H0 = Y=Moy(Y)) :

Source	ddl	Somme des carrés	Carré moyen	F de Fisher	Pr > F
Modèle	1	7,307	7,307	0,053	0,828
Résidus	4	546,671	136,668		
Total	5	553,978			

Paramètres du modèle :

Paramètre	Valeur	Ecart-type	t de Student	Pr > t	Borne inférieure 95 %	Borne supérieure 95 %
Constante	54,004	8,259	6,539	0,003	31,072	76,935
ide	-0,098	0,424	-0,231	0,828	-1,276	1,080

*L'équation du modèle s'écrit : td4 = 54,003681312272 -9,81197514885923E-02*ide*

Prédictions, résidus, et intervalles de confiance :

Individus	Poids	ide	T.Con	td4 (Modèle)	Résidus	Résidus centrés-réduits	Interv. Inf. Moy.	Interv. Sup. Moy.	Interv. Inf. Ind.	Interv. Sup. Ind.
2004	1	18,800	68,150	52,159	15,991	1,368	38,470	65,848	16,932	87,386
2005	1	-5,400	46,640	54,534	-7,894	-0,675	26,170	82,897	11,429	97,638
2006	1	17,310	50,070	52,305	-2,235	-0,191	38,948	65,662	17,206	87,405
2007	1	32,651	40,510	50,800	-10,290	-0,880	27,015	74,585	10,559	91,041
2008	1	18,652	47,040	52,174	-5,134	-0,439	38,527	65,820	16,963	87,384
2009	1	13,300	62,260	52,699	9,561	0,818	39,102	66,295	17,507	87,890

Statistique de Durbin-Watson : d = 1.664

قائمة المراجع

أولا:المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

1. السيد البدوي عبد الحافظ، **إدارة الأسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة**، دار الفكر العربي، بيروت 1999.

2. د. أحمد سليمان خصاونه، **المصارف الإسلامية- مقررات لجنة بازل،تحديات العولمة، إستراتيجية مواجهتها**، الطبعة الأولى،عالم الكتب الحديث وحوار الكتاب العالمي، أربد، عمان، الأردن2008.

3. د. أحمد حسن الخضيري، **العولمة الاحتجاجية**، الطبعة الأولى ،مجموعة النيل العربية، القاهرة 2001.

4. د. أحمد سيد مصطفى، **تحديات العولمة والتخطيط الاستراتيجي**،الطبعة الرابعة،القاهرة2002-2003.

5. د.أمين السيد أحمد لطفي، **المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية2005.

6. د. إبراهيم عبد العزيز النجار، **الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي**، الدار الجامعية، الإسكندرية2009

7. د. إبراهيم نافع ود.عبد المنعم سعيد، **ما الذي يجري في آسيا؟**، الطبعة الأولى، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة 1999.

8. د.أحمد يوسف الشحات، **الأزمة المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا**، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة2001.

9. د. أحمد بوراس، **أسواق رؤوس الأموال**، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر 2002-2003.

10.د.أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية** ،دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة- الجزائر2008.

11.د.بسام الحجار، **العلاقات الاقتصادية الدولية**، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر ولتوزيع، بيروت2003.

12.د.جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان-الأردن 2002.

13.د. جميل سالم الزيدانيين، **أساسيات في الجهاز المالي- المنظور العلمي-**، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر عمان- الأردن 1999.

14. دانييل أرنولد: ترجمة: عبد الأمير شمس، **تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم**، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان1998.

15. د.رعد حسن الصرن، **عولمة جودة الخدمات المصرفية** ، دار التواصل العربي، مؤسسة الوراق للنشر، دمشق2007.

16. د.رمزي زكي، **العولمة المالية:الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي**، دار المستقبل، القاهرة1999.

17.رسمية أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان- الأردن 2006.

18.روبرت جران، ترجمة: سمير كريم، **ترويض النمور(نهاية المعجزة الآسيوية)**، الطبعة الأولى، مركز الأهرام للترجمة والنشر، القاهرة1999.

19.سمير محمد عبد العزيز، **لتكتلات الاقتصادية الإقليمية في إطار العولمة**، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية،الإسكندرية 2001.

20.سنغ كقالجيت: ترجمة رياض حسن ،**عولمة المال**، الطبعة الأولى، شركة المطبوعات اللبنانية-لبنان2001.

21.د.سعد عبد الحميد مطاوع، **الأسواق المالية المعاصر**، مكتبة أم القرى المنصورة- مصر2001.

22.سامح نجيب، **الأزمة الرأسمالية العالمية:الزلزال والتوابع**، مركز الدراسات الاشتراكية، مصر2008.

23.شذا الخطيب، **العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال**،الطبعة الأولى، مؤسسة طابا،الأردن 2002.

24.صلاح الدين حسن السيسي، **قضايا مصرفية: القطاع المصرفي والاقتصاد الوطني، القطاع المصرفي وغسيل الأموال**، الطبعة الأولى،علم الكتاب ،مصر2003.

25.صلاح الدين حسن السيسي، **قضايا اقتصادية معاصرة:البنوك، البورصة، تمويل المشروعات، الخصخصة، المصارف الشاملة**، دار غريب ،مصر2002.

26.د. ضياء مجيد، البورصات: **أسواق المال وأدواتها**، مؤسسة شهاب الجامعة، الإسكندرية 2005.

27.د.طارق عبد العال حماد، **التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

28.د.عمر صقر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية2000-2001.

29.د.عبد المنصف حسين رشوان، **العولمة و آثارها(رؤية تحليلية إضافية)**، المكتب الجامعي للحديث، القاهرة 2006.

30.د.عبير محمد علي عبد الخالق، **العولمة وأثرها على الطلب الاستهلاكي في الدول النامية مع الإشارة إلى وجهة نظر إسلامية**، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية2007.

31.د. عبد الحميد عبد المطلب، **العولمة واقتصاديات البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.

32.د. عبد الحميد عبد المطلب، **النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر**، الدار الجامعية، الإسكندرية 2001.

33.د.عبد الحميد عبد المطلب، **الجات وآليات منظمة التجارة العالمية: من أروجواي إلى سياتل وحتى الدوحة** ،الدار الجامعية، الإسكندرية2002-2003.

34.د.عبد الحميد عبد المطلب، **العولمة الاقتصادية(مؤسساتها، تداعياتها)**، الدر الجامعية، الإسكندرية 2006.

35.د.عبد الحميد عبد المطلب، **البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها**، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.

36.د.عبد المطلب عبد الحميد، **الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية(أزمة الرهن العقاري الأمريكية)**، الدار الجامعية، الاسكندرية2009.

37.د.عرفان تقي الحسين، **التمويل الدولي**، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر، عمان-الأردن1999.

38.د.عبد الواحد العفوري، **العولمة والجات: التحديات و الفرص**، الطبعة الأولى، مكتبة مدبولي، القاهرة 2000.

39.د.عادل المهدي، **عولمة النظام الاقتصادي العالمي ومنظمة التجارة العالمية**، الطبعة الثانية، الدار المصرية اللبنانية 2004.

40.د.عبد الله الطاهر و موفق علي الخليل، **النقود والبنوك**، الطبعة الثانية،مركز يزيد للنشر، الكرك 2005-2006.

41.عبد الحكيم الشرقاوي، **العولمة المالية وإمكانية التحكم: عدوى الأزمات المالية**، دار الفكر الجامعي، مصر 2003.

42.د. عماد صلاح سلام، **إدارة الأزمات في البورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة**، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبوظبي 2002.

43.د.عمرو يحي الدين، **أزمة النمور الآسيوية، الجذور والآليات والدروس المستفادة**، الطبعة الأولى، دار الشروق، القاهرة2000.

44.د.عبد القادر بلطاس، **تداعيات الأزمة المالية العالمية(أزمة sub-prime)**، دار النشر Légende، الجزائر2009.

45.د.عبد النافع الزرري و د.غازي فرح، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن 2002.

46.علي عبد المنعم السيد، **النقود والمصارف والأسواق المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد، عمان 2004.

47.د.عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع والإعلان، عمان- الأردن 2008.

48.د.عاطف وليم أندرواس، **أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية2006.

49.عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، **اندماج الأسواق المالية الدولي:أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي**، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد2002.

50.عبد المجيد قدي، **مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر2003.

51.د.عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **الأسواق المالية والنقدية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين ، شركات الاستثمار)**، الدار الجامعية، الإسكندرية2001.

52.د.عبد الغفار حنفي ود. رسمية قرياقص، **أسواق المال– بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات استثمار–**، الدار الجامعية الإسكندرية2000.

53.د.عبد الغفار حنفي ود. رسمية قرياقص، **البورصات والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية2002.

54.د.عبد الغفار حنفي ، **بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

55.د.عبد الغفار حنفي ، **أسهم و سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات**، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003.

56.د.غازي عبد الرزاق النقاش، **التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان–الأردن1996.

57.د. فريد النجار، **البورصات والهندسة المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1996.

58.د.فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، الطبعة الأولى، جدار الكتاب العالمي، عالم الكتب الحديث عمان، أربد–الأردن 2006.

59.كاكا مولا هوشيار معروف، **الاستثمارات و الأسواق المالية**، دار صفاء ،عمان 2003.

60.د.ليلى سليمان علي بكر، **ظاهرة العولمة وموقف الإسلام منها**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2007.

61.د.محفوظ جبار، **سلسلة التعريف بالبورصة: البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، الجزء الأول، الطبعة الأولى دار هومة، الجزائر2000.

62.د.محفوظ جبار، **سلسة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومه– الجزائر 2002.

63.محمد صفوت قابل، **الدول النامية و العولمة**، الدار الجامعية، الإسكندرية2003- 2004.

64.د.مصطفى رجب، **العولمة ذلك الخطر القادم** (**أسبابها،تداعياتها الاقتصادية وآثارها التربوية**)، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن2009.

65.د.محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية:مؤسسات- أوراق مالية- بورصات**، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع عمان- الأردن 2005.

66.د.مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، مشكلات البورصات وانعكاساتها على الدول النامية**، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر2005.

67.د.مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر1993.

68.د.محمود عبد الفضيل، **العرب والتجربة الآسيوية**، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، نوفمبر2000

69.مدحت أيوب، **كوريا و العولمة** ،مركز الدراسات الآسيوية، جامعة القاهرة2002.

70.د.محمد إبراهيم عبد الرحيم، **العولمة والتجارة الدولية**،مؤسسة شهاب الجامعة،الإسكندرية 2009.

71.مصطفى رشيد شحاتة، **اتفاقية التجارة العالمية في عصر العولمة**، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية2004

72.د.منير إبراهيم هنيدي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.

73.د. منير إبراهيم هنيدي، **مستقبل أسوق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير**، دار المعارف، الإسكندرية1995.

74.د.منير إبراهيم هنيدي، **أدوات الاستثمار في الأسواق رأس المال**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية1999.

75.د.منير إبراهيم هنيدي، **إدارة المنشآت المالية وأسواق المال**، منشاة المعارف، الإسكندرية 2006.

76.هانس بيتر مارتين وهارالد شومان ترجمة:عدنان عباس علي، **فخ العولمة**، عالم المعرفة،الكويت1998.

77.د.وسام ملاك، **البورصات والأسواق المالية العالمية:قضايا نقدية ومالية معاصرة**، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس المنبع، لبنان2003.

2- الرسائل الجامعية:

78.أسامة روبين القلعاوي،" **تأثير الصدمات الاقتصادية التجارية على الاقتصاد الأردني في ظل العولمة دراسة قياسية تحليلية(1969- 1996)**"،رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة أربد، الأردن، ماي 1999.

79.أبودراز سفيان، **العولمة المالية، (الأسباب، العلاج، الأثر)** ،رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلم التسيير،جامعة الجزائر2003-2004.

80. بوغزالة أمحمد عبد الكريم، **الآثار تحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المالي بالجزائر في ظل الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية**، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2005-2006.

81. بكطاش فتيحة، **الأزمة الآسيوية: أسبابها، انعكاساتها و معالجتها**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 1999-2000.

82. بدواي مصطفى، **المنظمة العالمية للتجارة وتحرير الخدمات المالية المصرفية –حالة الجزائر–**، كلية العلوم الاقتصادية جامعة البليدة2004-2005.

83. حكيمة أماكوز، **الأسواق المالية آلية عملها وشروط إنشائها –حالة الجزائر–**، رسالة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 1997 – 1998.

84. دعاس زهير، **تحديات ربط الأسواق العربية لرأس المال في ظل العولمة (مع دراسة تجربة الربط الثلاثي لأسواق مصر–الكويت–لبنان)**، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر2005-2006.

85. رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر2005-2006.

86. سبابو كهينة، **ترابط أسواق المالية وانعكاساتها على دول العالم الثالث**، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2000-2001.

87. سامية زيطاري، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة– حالة الأسواق الأوراق المالية العربية–** ، رسالة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر2003-2004.

88. عبد القادر بابا، **سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة**، أطروحة دكتوراه،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر2003-2004.

89. عائشة عزوز ، **عولمة النظام المالي الدولي وانعكاساته على النظام المالي الجزائري**، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر2006-2007.

90. كمال دبب، **النظام النقدي الدولي في ظل العولمة الاقتصادية**، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر2001-2002.

91. محمد زميت، **النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية**، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر2005-2006.

92. محمد براق، **بورصة لقيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية، مع دراسة حالة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر1998-1999.

93. نبيلة بودي، **الدور الجديد لصندوق النقد الدولي في إطار العولمة**،رسالة ماجستير، معهد العلوم السياسية والعلاقات الدولية جامعة الجزائر،2001-2002.

3- الدوريات:

94. أليخاندرولوبيز، **التدفقات الضخمة لرأس المال، الأسباب والعلاج ورد فعل السياسة**، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر1999.

95. إدريس رشيد، **الجهاز المصرفي الجزائري ومقررات لجنة بازل**، مجلة العلوم الإنسانية والتسيير والتجارة، العدد 15، منشورات كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر 2006.

96. أكونجو نجوزي وإويالا وفكتوريا كواكوا وأندريا بيكويز، **تأثيرات الأزمة المالية في آسيا على كمبوديا وجمهورية لاو الديمقراطية الشعبية**، مجلة التمويل والتنمية، العدد03، سبتمبر1999.

97. د.أحمد بوراس، **العولمة والأسواق المالية في الدول النامية**، مجلة العلوم الإنسانية،العدد17 منشورات جامعة قسنطينة ،دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة-الجزائر- جوان2002.

98. إبراهيم أبوبكر المدنيني، **الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية**، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد17-1، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2008.

99. د.بعلوج العيد، **الآثار المترتبة على الاستثمارات المباشرة للشركات متعددة الجنسيات**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد03 ،جامعة بسكرة، أكتوبر2002.

100. بيجان أجيفلي، **الأزمة الآسيوية: الأسباب والعلاج**، مجلة التمويل والتنمية، العدد02، جوان1999.

101. ديباك مييشرا و أشوكاي مودي وأنتوبانيني مرشد، **تدفق رؤوس الأموال الخاصة و النمو**، مجلة التمويل التنمية، جوان2001.

102. رميدي عبد الوهاب، **منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية**، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 15، منشورات كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة الجزائر 2006.

103. رمضان الشراح، **التوقعات المحتملة للعولمة على القطاع المصرفي في دولة الكويت**، مجلة المغرب الكبير، العدد02، جامعة قسنطينة 2004.

104. د.رمزي زكي، **المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية**، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد02، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة، الجزائر2000.

105. د.سعدون بوكبوس، **تهديدات وفرص للبلدان السائرة في طريق النمو**، مجلة دراسات اقتصادية، العدد05،دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة، الجزائر2004.

106. ستانلي فيشر، **الأزمة الآسيوية و الدور المتغير لصندوق النقد الدولي**، مجلة التمويل والتنمية، العدد02، جويلية1998.

107. سيم كاراكاداج ومايكل تايلور، **نحو معيار مصرفي مالي جديد**، مجلة التمويل والتنمية العدد04، ديسمبر 2000.

108. د.سليمان ناصر، **تأهيل المؤسسة المصرفية العمومية في الجزائر**، جلة الإصلاحات الاقتصادية وتكامل الاقتصاد العالمي، مخبر الاقتصاديات، التطور واستراتيجيات التكامل الاقتصادي العالمي،المدرسة العليا للتجارة، العدد02،جامعة الجزائر2007.

109. شينازي جاري، **الجوانب النظامية للاضطراب الذي أصاب الأسواق الراسخة مؤخرا**، مجلة التمويل و التنمية، العدد01، مارس1998.

110. د.صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مجلة العلوم الإنسانية،جامعة بسكرة، العدد02، جوان2002.

111. طيب ياسين ومحمد حداد، **العولمة وموقع الاقتصاديات النامية منها**، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، العدد 10، منشورات كلية علوم التسيير والاقتصاد،جامعة الجزائر2004.

112. د.علي غربي، **العولمة و تجلياتها**، مجلة الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة2001.

113. د. عطيوي سميرة، **العولمة وتأثيرها على الجهاز المصرفي**،مجلة العلوم الإنسانية، العدد25 جامعة قسنطينة، جوان2005.

114. عمرو الشربيني، **تداعيات الأزمة النقدية في دول جنوب شرق آسيا**، مجلة السياسة الدولية، العدد132، أفريل1998.

115. غليليرمو أورتيز مارتينيز، **ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للإنعاش في آسيا؟**، مجلة التمويل والتنمية العدد 02 جوان 1998.

116. فراجا أرمينو، **السياسة النقدية أثناء الانتقال على سعر صرف معوم تجربة البرازيل الأخيرة**، مجلة التمويل والتنمية، العدد01، مارس2000.

117. أ/ فضيل فارس، **هل يشكل الاستثمار الأجنبي مظهرا للعولمة الاقتصادية** ،مجلة العلوم الاقتصاد والتسيير والتجارة العدد 10،منشورات كلية علوم التسيير والاقتصاد، جامعة الجزائر2008.

118. كريستينا ديسكينج، **مواجهة الأزمات**، مجلة التمويل و التنمية العدد04، ديسمبر 2002.

119. د. مبروك غضبان، **بين العولمة والسيادة**، مجلة الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة2001.

120. د.محفوظ جبار،**العولمة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة**، مجلة الجزائر والعولمة، جامعة قسنطينة 2001.

121. د.مقدم عبيرات ود.عبد المجيد قدي، **العولمة وأثرها على الاقتصاد العربي**، مجلة الباحث، العدد الأول 2002.

122. نيرمين السعدني، **قراءات حول الأزمة النقدية العالمية**، مجلة السياسة الدولية، العدد137، جوان1999.

123. نهى الجبالي، **الأزمة المالية التركية وسياسات الصندوق النقد الدولي في مواجهتها**، مجلة السياسة الدولية، العدد148، أفريل2002.

124. د.هالة حلمي سعيد، **الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة**، رسائل البنك الصناعي العدد58، الكويت1999.

4- الملتقيات والتقارير:

125. د.بومنجل السعيد، **إدارة تحديات الأسواق المالية من منطلق الحكم الرشيد لتحقيق التنمية المستدامة**، السوق المالي بين النظري والتطبيق في إطار تجارب الدول العربية، ملتقى دولي، جامعة عنابة،21-22 أكتوبر2008.

126. أ/بو زعرور وعمار أ/دراوسي مسعود، **واقع الاندماج المصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية – حالة الجزائر**–، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية-واقع وتحديات-، جامعة الشلف، 14-15ديسمبر 2004.

127. تشام فاروق، **العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية**، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية عمان، الأردن.

128. د.رفعة إبراهيم الحمداني، **أثر استخدام التكنولوجيا المصرفية في ظاهر غسيل الأموال والجهود الدولية لمكافحتها**، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع : استراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الموصل ،العراق 15-2006/03/16.

129. أ/ مرابط آسيا، **العولمة وآثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي**، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائري التحولات الاقتصادية –واقع وتحديات-،جامعة الشلف ،14-15 ديسمبر2004.

130. أ/ مصيطفى عبد اللطيف وأ/ بلعور سليمان، **تحديات العولمة المالية للمصارف العربية و استراتيجيات مواجهتها مع الإشارة إلى القطاع المصرفي الجزائري**، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية -واقع وتحديات-، جامعة الشلف،14-15 ديسمبر2004.

131. تقرير صندوق النقد الدولي، **آفاق الاقتصاد العالمي: الاضطرابات المالية والاقتصاد العالمي**، أكتوبر1998.

132. تحرير التجارة الدولية، التحديات التي تواجه المؤسسات الحكومية في مجلس التعاون الخليجي، تقرير المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2005.

5- المراجع الالكترونية:

133. النظام المصرفي في الجزائر وتحديات العولمة، عن الموقع الإلكتروني:
www.majalisna.com/bulletin/index.php تاريخ الإطلاع:03 /2008/09.

134. د.بشار أحمد العراقي، **التسهيلات التمويلية لصندوق النقد الدولي**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد32، 2007.عن الموقع الإلكتروني: www.ulum.nl/a تاريخ الإطلاع: 2008/08/04.

135. د.حاكمي بوحفص، **العولمة: الاندماج السريع و المنافع المحدودة- حالة الدول النامية-**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 20، أفريل2005. عن الموقع الإلكتروني 43. htmwww.ulum.nl/a تاريخ الاطلاع: 2008/08/02

136. د.صالح السحيباني ود.عبد العظيم موسى، **الاندماج والاستحواذ:الاضطراب المالي العالمي والفرص الجديدة**، بحوث الاستثمارات، شركة الراجحي للخدمات المالية، ديسمبر2008، www.arfs.com. تاريخ الاطلاع: 2008/09/05.

137. مواجهة الأزمات والكوارث باستخدام نظم المعلومات، عن الموقع الالكتروني:
http// :dss world.jeeran.com/ new-page-11.htm. تاريخ الاطلاع: 2009/02/03.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1-الكتب (Les Ouvrages):

138. A.Orlean, **Contagion spéculative et globalisation financière :quelque enseignements de la crise mexicaine** ,édition Economica1996.

139. A.Carpainis, **les turbulences de la globalisation financière : le mouvement international des capitaux**, édition Economica1997.

140. A.choinel &G.royer**, le marché financier : structure et acteurs,** 6eme Ed, Banque édition, Paris, 1998.

141. A.Goeltom& S .Miranda, **Indonesia's Financial Liberalization: An Empirical Analysis of 1981-88 Panel Data, Singapore**, Institute of Southeast Asian Studies1995.

142. Bourguinat Henri, **finance international**, édition PUF, paris1999.

143. Ben Halima Amour, **la monnaie et la régulation monétaire en Algérie**, édition Dahleb, 1997.

144. Benhalima Ammour**, pratique des techniques bancaires**, édition Dahleb Alger 1997.

145. Bernard Bellettante , **dictionnaire de la bourse** , édition Hatier , paris 1998.

146. Binhadi, **Financial Sector Deregulation, Banking Development and Monetary Policy: The Indonesian Experience (1983-1993)**, Jakarta, Indonesia 1995.

147. C.Dufloux & L.Margulici, **finance internationale et marchés gré a gré**, édition Economica1991.

148. C.PKindlerger & A. Bernard, **la grande crise mondiale1929-1933**, édition Economica, paris1988.

149. CEPII, **l'économie mondiale2000**, édition la découverte, Paris1999.

150. Dominique plihon, **les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au de la mythes**, Alger, Casbah1997.

151. D.Lacoue Labarthe, **les crises financières et leur propagation internationale**, édition Economica1992.

152. David C.Cole &F.Slade, **Building a Modern Financial system…The Indonesia Experience**, Cambridge: university press 1996.

153. E.Tchemeni& P.Mordaco& D.Grimert, **les marchés émergents**, édition Economica, paris1995.

154. François combe & Thibaut lépinat, **problèmes monétaire et financières internationaux** ,1ere édition, Gualino éditeur, Paris2004.

155. Frediric Teulon, **les marchés des capitaux**, seuil1997**.**

156. Gilbert Koening , **analyse monétaire et financière**, édition Economica, Paris 2000.

157. Guy Gaudanume et Jean Montier, **Banque et marchés financiers**, édition, Economica, Paris1998.

158. Ismail Dalla, **Korea: Bond market in transition, Restructuring the Korean Financial market in a Global economy**, Seoul: Korea Development institute, 1999**.**

159. Jeremy Clift , **Qu'est-ce que le fonds monétaire international**, washington2004.

160. Jean marie le page, **crises financières internationales et risque systématique**, de doeck université, Bruxelles, 2003.

161. Jean marie le page et collecte voisin, **le système financière et monétaire internationale, crises et mutations** ,5eme édition, Nathan, Paris2000.

162.J.Adda, **la mondialisation de l'économie**: T2 problèmes, édition Casbah, Alger 1998.

163.K.Jesilowski, **les pays émergents après la crise mexicaine**: l'économie mondiale1997, édition la découverte1997**.**

164.M.Durrousset , **la mondialisation de l'économie** , Paris, Eclipses, 1994.

165.M.Raffinot, **la dette du tiers monde, éd la découverte**, Paris ,1995.

166.M.Bassoni&A.Beitone, **problème monétaire internationale**, édition Armand Colin, paris1998**.**

167. Mobius Market, **Mobiue on emerging markets**, pitman publishing, London1996.

168.P.Lenain, **le FMI**, édition Casbah, Alger1998.

169. Phillipe d'arvisenet &Jean-pierre petit, **échanges et finance internationale: les enjeux**, banque éditeur, 1996.

170.R.Ferrandier &V. Koen, **marches des capitaux et technique financiers**, édition Economica1999**.**

171. Timonthy Lane & Steven Phillips, **IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand A Preliminary Assessment**, international monetary fund Washington DC 1999.

172. Tze-Wei Chen & Peter A. Petri, **Indonesia 2009 Individual Action Plan Study Report**, Asia Pacific Economic Cooperation 12 January 2009.

173.Y.Crozet& L.Abdelmalki& D.Dufourt&R.Sandretto, **les grands questions de l'économie internationale**, édition Nathan, Pais1997.

2- المجلات والدوريات :(revues et périodiques)

174. Alain Marie-Claire, crise financière internationale, revue Technique Financières et développement, n°53-54, Décembre1998.

175. Bertrand Jacquillat, **instituer de nouvelle règles gouvernance des institutions financières,** revue problèmes économiques n°2958, Novembre2008.

176.C.Deboissieu & A.Henriot & R.Sol, **les marchés de capitaux émergents**, revue problèmes économiques n°2541-2542 du05-12 nov1997.

177.D.M.Djabbar, **marchés financiers émergents**, cas de la bource de Casablanca, Revue Algérienne, n°03 Alger, EL-HIKMA 1998.

178.E. Barthalon**, crises financières: un panorama des explications**, revue problèmes économiques, n°2595, mars 1998.

179.F. Allen & D. Gale, **Quelques controverses théoriques : les marchés financière sont-ils efficaces,** cahier français, n°345, la documentation française, juillet-aout 2008.

180.F.Smishkin, **le rôle de l'information dans les crises financières et bancaires**, revue problèmes économiques, n°2541-2542, Novembre 1997.

181. Gomgpil Choi, **Corée: de la crise de change à une nouvelle croissance**, revue économie internationale, n°07 Déc 1998.

182. Jean-Jacques Hallaert& Jean-François Mirailles**, La Russie et le Brésil dans la crise financière internationale**, la revue du financier, n°118-119, 1998.

183.J. Plaffarge, **mondialisation et inégalités entre nations**, revue d'économie et de statistique appliquée, revue trimestrielle par l'INPS n°1 année2003.

184.Jérome Sgard**, crise de change**, revue économie internationale, n°76, décembre1998.

185.L.Miotti & alli, **multinationales émergents** : un modèle coréen, Economie internationale, n°85, 1er trimestre, 2001.

186.M. Meyer**, crises financières: théories et vérification empiriques**, revue problèmes économiques n°2319-2320, mars 1993.

187.M. Aglietta: **une analyse des perturbations récentes**, revue problèmes économiques, n°2541-2542 novembre 1997.

188. Mackel Frédéric, **les grandes crises des années quatre- vingt dix**, revue problèmes économiques, n°2669, juin2000.

189.P.Chalmin**, les limites du miracle asiatique**, problèmes économiques n°2559, mars1998.

190. Philipe Bourgeois**, crise russe**, problèmes économiques, n°2593, Déc1998.

191.P. Darvisent &J. Petit, **échange et finance international** : les en feux T1, la revue banque editeur1996.

192.P.Chalmin**, les limites du miracle asiatique**, revue problèmes économiques, n°2559, Mars1998.

193. Rachid boudjema , **la mondialisation: concept et réalité**, les Cahier de Cread,n°61, centre de recherche en économie appliquée pour le développement, Alger2002.

194.Y.L'horty, **cycle financier au risque déflationniste**, revue d'économie financiére, n°26, documentation française1993.

3- تقارير، جرائد، دراسات (Rapport, journaux, études):

195. Abe De Ramos, **Life after death**, CFO Asia, December 2002.

196.A.Asheraft &T.Schuuermann, **understanding the securitization of subprime mortgage credit**, working paper, Federal Reserve Bank of new york2007.

197. Asian Development Outlook database.

198. Bulletin du FMI du février1995: **aide exceptionnelle du FMI au Mexique**.

199. Bank Rakyat Indonesia (BRI), Annual Reports. Jakarta: BRI, 1990–2005.

200. Bank Indonesia (1998): Annual Report 2005, Jakarta.

201. Bank Indonesia (1998): Annual Report 2007, Jakarta.

202.C.M.Reinhart & K.S.Rogoff, Is the 2007 US Subprime Financial Crisis so different? An International historical comparison, American economic review2008.

203. Hanna, Donald, **Indonesian Experience with Financial Sector Reform**, World Bank Discussion Paper 237 (Washington: World Bank) 1994.

204. International Monetary Fund. **International Financial Statistics online data base, ADB estimates.**

205.IBCA (International Bank Credit Analysis) Limited, **the Indonesian Banking System 1995.**

206. Indonesia, **Economic and Social Update October 2008**, the world bank.

207. Indonesia: **An Overview of Recent Developments and Pending Issues in the Financial Sector**, SERD Occasional Paper 05-1. Manila: ADB, 2005.

208. Indonesia: **Economic and Social Update**, the World Bank, October 2005.

209.IPAF (1nstitut Pengembangan Analysis Financial), **The Emerging Asian Bond Market**, Background Paper, Indonesia, World Bank, East Asia and Pacific Region, June, 1995.

210. Mseceafe, Morgan Stanley, **capital international: Europe**, Australia and the Fareast.

211. Montagnon Peter, **Stock Markets: Brisk Business on the Bourse**, Financial Times, Survey: Indonesia, June 25, 1996.

212.OECD, Etudes économiques de l'OCDE : Corée 1997-1998**.**

213.OECD, **Asia and Global Crisis**, the industrial dimension, 1999**.**

214. Roll Richard, **an Empirical Survey of Indonesian Equities 1985-1992**, Pacific-Basin ,Finance Journal, Vol. 3 (July),1995.

215. Rapport annuel de la FMI1998**.**

216.The IDX Statistics Book includes comparative statistics on all aspects of trading and listing for January- December 2009, Indonesia Stock Exchange Building, Jakarta 12190 Indonesia.

4- الإنترنيت (Internet):

217.http/www.notredame.univ.com/bs.m/phd2005.

218.http :www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/ara/what.htm.

219.http :www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/techassa/ara/techass, Pdf.

220. Asian Development Outlook database, Statistics Indonesia.
http://www.bps.go.id.

221.CEIC Data Company www.ceicdata.com.

222. Bank Indonesia. http://www.bi.go.id; CEIC Data Company.

223.www.bloomberg.com/markets/currencies.

224. Directorate General of Debt Management. http:// www.dmo.or.id, Asian Development Outlook database.

225. Bank of Korea. Economics Statistics System. http:// ecos.bok.or.kr.

226.CEIC Data company, www.ceicdata.com/about ceic.html. Korea Stock Exchange, introduction to Korea Securities market(www.kse.or.kr) Korea securities association (www.ksda.or.kr)

227. Graeme Littler and Ziad Maalouf, World economy in transition, Finance & Développement, March 1999, www.wordbank.org.

228. Bank of Korea, Base Rate, http:// eng.bok.or.kr.

قائمة الجداول
و الأشكال

1- الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	جولات المفاوضات الثمانية للجات خلال الفترة (1947-1993).	36
02	التجارة الدولية لمنتجات تكنولوجيا المعلومات سنة 1995.	42
03	تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول.	49
04	تدفقات الاستثمار المباشر الأجنبي الوارد منه والصادر ومخزوناته1970-2002	56
05	التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الدول النامية (1990-1998)	57
06	حالات الاندماج المصرفي عربيا	83
07	أشكال التدفقات إلى الأسواق الناشئة.	130
08	نمو صناديق الاستثمار وقيمة أصولها.	131
09	تركيبة تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة.	135
10	تقلبات الأسعار في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة.	139
11	رسملة وتركز السوق المالي في 1994/12/31	141
12	تطور المؤشرات البورصية المركبة للأسواق الناشئة	152
13	المؤشرات الاقتصادية التقليدية على إمكانية التعرض للأزمات المالية	167
14	تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية(1926-1938)	173
15	تطور مؤشرات أسعار الأوراق المالية في أهم الأسواق الدولية 1987.	178
16	التدفقات المالية(الرأسمالية) إلى تايلندا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	190
17	تسليف المصاريف الدولية لدول جنوب شرق آسيا	192
18	النسب المئوية لتدفقات رأس المال إلى الناتج المحلي في بعض الدول	193
19	انخفاض قيمة العملات وهبوط أسعار الأسهم في بعض البلدان الآسيوية	198
20	تأثير الأزمة العالمية وتغيرات أسعار السلع الأساسية1998.	200
21	معدلات نمو الناتج المحلي الخام والتضخم للبرازيل.	206
22	النتائج المالية لأكبر البنوك الأمريكية و الأوروبية	221
23	المؤشرات الرئيسية للاقتصاد الكوري (1991-1997)	247
24	إجمالي أصول القطاع المالي الكوري (1993 – 1997)	253

25	تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للسوق الكورية (2001-2007).	257
26	حجم مكونات القطاع المالي في إندونيسيا.	263
27	تطور مؤشرات القطاع المالي الإندونيسي.	282
28	تطور مؤشرات قطاع التأمين.	283
29	تطور مؤشرات السوق المالية الكورية (1999-2009).	287
30	الجدول الإحصائي للمتغيرين: رسملة السوق و مساهمة الأجانب	287
31	الجدول الإحصائي لمعدل التداول ومساهمة الأجانب	288
32	الجدول الإحصائي للمتغيرين: حجم التداول و مساهمة الأجانب	289
33	الجدول الإحصائي لمعدل الدوران ومساهمة الأجانب	289
34	تطور مؤشرات السوق المالية الإندونيسية 2000 -2008	291
35	الجدول الإحصائي لرسملة السوق واستثمار الأجانب	291
36	الجدول الإحصائي لمعدل التداول واستثمار الأجانب	292
37	الجدول الإحصائي للمتغيرين حجم التداول ومساهمة الأجانب	293
38	الجدول الإحصائي لمعدل الدوران ومساهمة الأجانب	293
39	الجدول الإحصائي للمتغيرين تركيز السوق المالية واستثمار الأجانب	294
40	جدول اختبارات الفروض.	296

2- الأشكال البيانية:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	مخاطر تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل	60
02	آلية التمويل المباشر	90
03	آلية التمويل غير المباشر	91
04	علاقة تطور البورصات بمراحل النمو الاقتصادي	99
05	مكونات أسواق المال	105
06	تركيبة تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة(1990-1995).	128
07	تركيبة تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة في الفترة 2001-2007	137
08	مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة.	153
09	مراحل الأزمة المالية حسب(M.Bordeau)	160
10	مقارنة بين تطور مؤشر داو جونز في أزمتي 1929 و1987	180
11	معدل GKO	203
12	الروبل مقابل الدولار.	203
13	احتياطات البنك المركزي الروسي.	204
14	معدلات إعادة التمويل.	205
15	الناتج الداخلي الخام العالمي وحجم الصادرات العالمية.	214
16	حالة الاقتصاد الأمريكي قبل نشوب الأزمة.	214
17	مخزون الديون للقطاع العام والخاص.	216
18	إعادة رسملة البنوك المتعثرة.	222
19	صافي تدفقات رؤوس الأموال الإندونيسية (1980-2007).	285

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق:

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	خريطة الدول الناشئة في العالم	305
02	قياس الارتباط بين رسملة السوق ومساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)	306
03	قياس الارتباط بين معدل التداول ومساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)	309
04	قياس الارتباط بين معدل الدوران ومساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)	312
05	قياس الارتباط بين حجم التداول ومساهمة الأجانب(كوريا الجنوبية)	315
06	قياس الارتباط بين رسملة السوق واستثمار الأجانب(إندونيسيا)	318
07	قياس الارتباط بين معدل التداول واستثمار الأجانب(إندونيسيا)	321
08	قياس الارتباط بين معدل الدوران ومساهمة الأجانب(إندونيسيا)	324
09	قياس الارتباط بين حجم التداول واستثمار الأجانب(إندونيسيا)	327
10	قياس الارتباط بين تركيز السوق المالية واستثمار الأجانب(إندونيسيا)	330

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

	الصفحة
المقدمة العامة.	أ – ج
الفصل الأول: عولمة النظام المالي.	01
تمهيـــد.	02
المبحث الأول: العولمة الاقتصادية.	03
المطلب الأول: مفهوم العولمة.	03
المطلب الثاني: المراحل التاريخية للعولمة.	04
المطلب الثالث: أسباب بروز العولمة الاقتصادية.	10
المطلب الرابع: خصائص وأنواع العولمة الاقتصادية.	17
الفرع الأول: الخصائص.	17
الفرع الثاني: أنواع العولمة الاقتصادية.	20
المبحث الثاني: مؤسسات العولمة الاقتصادية.	22
المطلب الأول: صندوق النقد الدولي (F.M.I).	22
الفرع الأول: نشأة وأهداف ومهام صندوق النقد الدولي.	22
الفرع الثاني: الموارد والحصص والقوة التصويتية للصندوق.	23
الفرع الثالث: القروض والتسهيلات التي يمنحها صندوق النقد الدولي.	25
الفرع الرابع: تعديل مهام صندوق النقد الدولي(B.I.RD).	28
المطلب الثاني: البنك العالمي للإنشاء والتعمير.	29
الفرع الأول: التعريف والنشأة.	29
الفرع الثاني: هيكل مجموعة البنك العالمي وأهدافها.	30
الفرع الثالث: موارد البنك العالمي وسياسته الاقراضية.	31
المطلب الثالث: المنظمة العالمية للتجارة(O.M.C).	34
الفرع الأول: اتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة. (GATT)	34
الفرع الثاني: المنظمة العالمية للتجارة.	38
المبحث الثالث: العولمة المالية.	45

المطلب الأول: ماهية العولمة المالية وعوامل ظهورها. 45
الفرع الأول: تعريف العولمة المالية. 45
الفرع الثاني: عوامل ظهور العولمة المالية. 46
الفرع الثالث: مراحل تطور العولمة المالية. 51
المطلب الثاني: علاقة العولمة المالية بتحرير حساب رأس المال. 54
الفرع الأول: تحرير حساب رأس المال. 54
الفرع الثاني: أنواع وأسباب التدفقات الرأسمالية. 55
المطلب الثالث: مزايا ومخاطر العولمة المالية. 58
الفرع الأول: مزايا العولمة المالية. 58
الفرع الثاني: مخاطر العولمة المالية. 59
المطلب الرابع: مظاهر عولمة الأسواق العالية. 64
الفرع الأول: ترابط الأسواق المالية. 65
الفرع الثاني: نمو الأسواق المالية الدولية. 66
الفرع الثالث: تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية. 66
الفرع الرابع: التوجه نحو بورصة عالمية بإدراج مستمر. 67
المبحث الرابع: الاتجاهات الحديثة للصناعة المصرفية في ظل العولمة المالية. 68
المطلب الأول: البنوك الشاملة. 68
الفرع الأول: مفهوم وخصائص البنوك الشاملة. 68
الفرع الثاني: الإطار العام لإستراتيجية التنويع في البنوك الشاملة. 69
الفرع الثالث: إيجابيات ومزايا مصرف الشامل. 72
الفرع الرابع: متطلبات وضوابط التحول إلى البنوك الشاملة. 72
المطلب الثاني: مقررات لجنة بازل. 75
الفرع الأول: اتفاقية بازل الأولى. 75
الفرع الثاني: اتفاقية بازل الثانية. 77
المطلب الثالث: الاندماج المصرفي وأبعاده. 78
الفرع الأول: التعريف بالاندماج المصرفي. 78

الفرع الثاني: أنواع ودوافع الاندماج المصرفي. 78
الفرع الثالث: تجارب الاندماج المصرفي عالميا وعربيا. 82
المطلب الرابع: خوصصة البنوك. 83
الفرع الأول: مفهوم وأهداف خوصصة البنوك. 84
الفرع الثاني: شروط وضوابط خوصصة البنوك. 85
خلاصة الفصل الأول. 87
الفصل الثاني: الأسواق المالية الناشئة. 88
تمهيـــد: 89
المبحث الأول: الأسواق المالية وظائفها وتصنيفاتها. 90
المطلب الأول: التمويل عن طريق الأسواق المالية و مراحل تطوراها. 90
الفرع الأول: آليات التمويل في الأنظمة المالية الحديثة. 90
الفرع الثاني: التطورات التاريخية للأسواق المالية. 92
المطلب الثاني: ماهية الأسواق المالية خصائصها ووظائفها. 93
الفرع الأول: تعريف السوق المالية. 93
الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية. 94
الفرع الثالث: الوظائف الاقتصادية للسوق المالية. 95
المطلب الثالث: الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية. 96
الفرع الأول: الشروط الملائمة لتكوين أسواق رأس المال. 96
الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية. 97
المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية. 100
الفرع الأول: حسب طبيعة عمل السوق وتوقيت الإصدار. 100
الفرع الثاني: حسب أجال العمليات. 101
الفرع الثالث: من حيث درجة تنظيم السوق. 101
الفرع الرابع: حسب طريق التداول. 102
الفرع الخامس: حسب طبيعة الأوراق المالية. 102
الفرع السادس: حسب المجال المغطى. 103

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية وأسس كفاءتها. 106
المطلب الأول: الأوراق المالية التي تشمل ملكية الشركة. 106
الفرع الأول: الأسهم العادية. 106
الفرع الثاني: الأسهم الممتازة. 110
الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم الممتازة و الأسهم العادية. 114
المطلب الثاني: الأوراق المالية التي تمثل دينا على الشركة. 114
الفرع الأول: تعريف السنـــــد. 115
الفرع الثاني: خصائص السندات. 115
الفرع الثالث: أنواع السندات. 115
المطلب الثالث: الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين. 118
الفرع الأول: أوراق أو(سندات) المساهمة. 119
الفرع الثاني: السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم. 119
الفرع الثالث: شهادات الاستثمار. 119
المطلب الرابع: المستحدثات والمشتقات المالية. 120
الفرع الأول: عقود المستقبليات. 120
الفرع الثاني: العقود الآجلة. 120
الفرع الثالث: عقود المبادلات. 120
الفرع الرابع: الخيارات. 121
الفرع الخامس: حقوق التصرف (التعهدات) "warrants". 122
المطلب الخامس: كفاءة سوق رأس المال. 123
الفرع الأول: ماهية سوق رأس المال الكفء. 123
الفرع الثاني: أساليب التنبؤ في سوق رأس المال. 124
الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق رأس المال. 124
الفرع الرابع: أثر المعلومات في سوق رأس المال. 125
الفرع الخامس: أثر عدم تجانس المعلومات في السوق المالي. 125
المبحث الثالث: ماهية الأسواق المالية الناشئة. 126

المطلب الأول: تعريف الأسواق المالية الناشئة وأشكال التدفقات المالية الوافدة إليها. 126
الفرع الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية الناشئة. 126
الفرع الثاني: أشكال التدفقات إلى الأسواق الناشئة. 129
المطلب الثاني: ظهور الأسواق الناشئة وتطورها. 131
المطلب الثالث: خصائص أسواق الأوراق المالية الناشئة. 137
الفرع الأول: الخطر والمردودية. 138
الفرع الثاني: سيولة السوق ودرجة تركزه. 140
الفرع الثالث: تنظيم السوق. 141
الفرع الرابع:المنتجات المالية المتداولة. 142
الفرع الخامس: بعض الخصائص الأساسية الأخرى للأسواق الناشئة. 143
المطلب الرابع: تصنيف ومحددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة. 144
الفرع الأول: تصنيف الأسواق الناشئة. 144
الفرع الثاني: عوامل نمو الأسواق الناشئة. 146
المطلب الخامس: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة. 148
الفرع الأول: المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق. 148
الفرع الثاني: المؤشرات المرتبطة بالعوائد. 151
خلاصة الفصل الثاني. 154
الفصل الثالث: الأزمات المالية وصندوق النقد الدولي. 155
تمهيـــد: 156
المبحث الأول: الإطار النظري للأزمات المالية. 157
المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية و مراحل تطورها. 157
الفرع الأول: تعريف الأزمات المالية. 157
الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية. 158
المطلب الثاني: أنواع وأسباب الأزمات المالية. 162
الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية. 162
الفرع الثاني: أسباب الأزمات المالية. 164

المطلب الثالث: المؤشرات التقليدية للتنبؤ بالأزمات المالية. 165
الفرع الأول: المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية. 165
الفرع الثاني: المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية. 165
المطلب الرابع: تفسير الأزمة المالية. 167
الفرع الأول: مدرسة الأسواق التامة والتوقعات العقلانية. 167
الفرع الثاني: مدرسة عدم الاستقرار المالي. 169
المبحث الثاني: استعراض بعض الأزمات المالية. 171
المطلب الأول: أزمتي 1929 و 1987. 171
الفرع الأول: أزمة 1929: "انهيار البورصة الأمريكية" أكتوبر1929. 171
الفرع الثاني: أزمة 1987: "انهيار البورصة الأمريكية" أكتوبر1987. 176
الفرع الثالث: مقارنة بين أزمتي 1929 و1987. 180
الفرع الرابع: التباين الكبير في أسباب الأزمتين. 181
المطلب الثاني: الأزمات في الأسواق المالية الناشئة. 181
الفرع الأول: الأزمة المكسيكية. 181
الفرع الثاني: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997- 1998. 189
الفرع الثالث: الأزمة المالية في روسيا عام 1998. 202
الفرع الرابع:الأزمة المالية في البرازيل 1999. 206
الفرع الخامس:الأزمة المالية في تركيا عام 2001. 209
المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري الأمريكية). 213
الفرع الأول: حالة الاقتصاد الكلي العالمي قبل نشوب الأزمة. 213
الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية. 216
الفرع الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية.2008 218
الفرع الرابع: تأثيرات الأزمة المالية. 221
الفرع الخامس:الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة محليا و دوليا. 224
المبحث الثالث: آليات مواجهة الأزمات المالية من طرف صندوق النقد الدولي. 227
المطلب الأول: دور صندوق النقد الدولي في تقوية النظام المالي والنقدي الدولي. 227

الفرع الأول: بناء نظام مالي عالمي أقوى. 227
الفرع الثاني: تقوية القطاعات المالية. 227
المطلب الثاني: معايير ومواثيق الممارسات السلمية المقبولة دوليا. 228
الفرع الأول: تشجيع الانفتاح و نشر البيانات. 228
الفرع الثاني: الشفافية والمساءلة في صندوق النقد الدولي. 229
الفرع الثالث: إشراك القطاع الخاص في منع وقوع الأزمات وحلها. 229
المطلب الثالث:آليات صندوق النقد الدولي في معالجة الأزمات المالية. 230
الفرع الأول: تتبع صندوق النقد الدولي لمسار الدين في ظل الأزمات المالية. 230
الفرع الثاني: أهمية بيانات الميزانية في تحاشي الأزمات (الأزمة الآسيوية 1997) 232
الفرع الثالث: حل الأزمات المالية. 238
الفرع الرابع: مظاهر تعثر صندوق النقد الدولي في مواجهة بعض الأزمات المالية. 239
خلاصة الفصل الثالث. 241
الفصل الرابع: أثر العولمة المالية على أداء سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا. 243
تمهيـــد. 244
المبحث الأول: سوق كوريا الجنوبية. 245
المطلب الأول: خصائص الاقتصاد الكوري. 245
المطلب الثاني: القطاع المالي الكوري. 251
الفرع الأول: بنك كوريا. 251
الفرع الثاني: المؤسسات المالية المصرفية. 252
الفرع الثالث: المؤسسات المالية غير المصرفية. 252
المطلب الثالث: السوق المالية الكورية. 254
الفرع الأول: مكونات السوق. 254
الفرع الثاني: هيكل السوق المالية الكورية. 255
الفرع الثالث: الإطار التنظيمي للسوق. 256
المبحث الثاني: سوق إندونيسيا. 258
المطلب الأول: خصائص ومراحل إصلاح النظام الاقتصادي الإندونيسي. 258

الفرع الأول: خصائص الاقتصاد الإندونيسي. 258
الفرع الثاني: مراحل إصلاح النظام الاقتصادي الإندونيسي. 258
المطلب الثاني: النظام المالي في إندونيسيا. 262
الفرع الأول: خصائص النظام المالي في إندونيسيا. 262
الفرع الثاني: تطور النظام المالي الإندونيسي. 263
المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في إندونيسيا. 268
الفرع الأول: الجهود المبكرة لتطوير سوق الأوراق المالية في إندونيسيا. 268
الفرع الثاني: إجراءات تنشيط السوق. 272
المطلب الرابع: إجراءات إصلاح النظام المالي الإندونيسي عام 2005. 280
المبحث الثالث: قياس أثر الانفتاح المالي على مؤشرات أداء السوقين. 286
المطلب الأول: الارتباط بين مساهمة الأجانب ومؤشرات أداء السوق المالية الكورية. 286
الفرع الأول: الحجم. 287
الفرع الثاني: السيولة. 288
المطلب الثاني:الارتباط بين مساهمة الأجانب و مؤشرات أداء السوق المالية الإندونيسية. 290
الفرع الأول: الحجم. 291
الفرع الثاني: السيولة. 292
المطلب الثالث: تحليل النتائج. 295
الفرع الأول: اختبار الفرضيات. 295
الفرع الثاني: مقارنة النتائج. 296
خلاصة الفصل الرابع. 298
الخاتمة العامة. 299
الملاحق. 304
قائمة المراجع. 333
قائمة الجداول والأشكال. 349
قائمة الملاحق. 353
فهرس المحتويات. 355

الملخص

الملخص:

تشير التطورات الراهنة في الاقتصاد العالمي إلى زيادة انفتاح مالي كبير واتجاه سريع نحو العولمة المالية التي فرضت نمطا جديدا للعلاقات المالية الدولية في ظل نظام مالي جديد يقوم على الكفاءة في تخصيص الموارد المالية عبر العالم، وساعدت العولمة المالية من خلال عملية التحرير المالي في تدفقات كميات كبيرة من رؤوس الأموال ومن ثم الاستثمار وجني الأرباح إلى أن نجم عن عولمة أسواق المال اضطراب نسبي وعدم الاستقرار المالية مما انعكس سلبا على الأسواق المالية الناشئة.

وقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد كبير في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين وهي أسواق برزت خلال العشرين السنة الماضية كقطب مهم في الاقتصاد العالمي، وتميزت بمعدلات مرتفعة من وجهة النظر الاقتصادية، ومعدلات عوائد معتبرة من وجهة النظر الاستثمارية، وعلى الرغم من التبيان الواضح لهذه الأسواق وقلت تجانسها استطاعت أن تغير من الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي، وبفضل ما تميزت به تصاعد قوي وجاذبية استثمارية، بالإضافة إلى عوائدها المرتفعة المحفزة، وتبقى هذه الأسواق على الرغم من التميز الكبير الذي صاحبها لسنوات، أسواقا من الدرجة الثانية من حيث الأداء الذي تقدمه،حيث تحسن الأداء بشكل ملحوظ خاصة النصف الأول من التسعينات ولكن بصورة غير كافية.

ولقد كان دور استراتيجيات الانفتاح التي تبنتها البلدان الناشئة فعالا جدا فيما يتعلق باستقبال تدفقات كثيفة ومعتبرة من رؤوس الأموال الأجنبية. مما أتاح فعلا لهذه البلدان تحسين الكثير من مؤشراتها الداخلية والخارجية وكذلك الاستفادة من ايجابيات الاندماج المالي بفاعلية، قبل أن يتضح من جديد أنها لم تحسن التعامل مع أهم جوانب هذا الانفتاح والمتعلقة بالمخاطر المرتبطة بالنظام المالي الدولي نفسه الذي أدى بها إلى الوقوع في أزمات مالية خلال التسعينات وبداية القرن 21.

إن الأسواق المالية الناشئة على اختلاف مراحل تطورها وتباينها، تشترك في بعض الخصائص القابلة للتعميم، فالآثار المترتبة عن انفتاح الأسواق المالية الناشئة على متغيراتها الداخلية تكاد تكون متشابهة بالنسبة للأسواق الناشئة كسوقي اندونيسيا وكوريا الجنوبية.

وبتحليل أثار التدفقات الأجنبية للاستثمارات المالية على أداء كل من سوقي اندونيسيا وكوريا الجنوبية، اتضح وجود علاقة وثيقة بين تطور تدفقات استثمارات الأجانب في أوراقها المالية وتطور معايير أدائها كما بينته معاملات الارتباط.حيث ساهم الأجانب بشكل كبير في رسملة سوقي كوريا الجنوبية وإندونيسيا كما يؤثرون مباشرة على معدل التداول ومعدل الدوران في السوقين، وهذا يعني من ناحية أن السوق تستفيد بشكل كبير من تدفقات الاستثمارات الأجنبية في تحسين رسملتها وسيولتها، بينما يبقى مؤشر عدد الشركات المسجلة بعيدا عن التأثر، كما يتميز معيار التركيز ببعده عن التأثر مباشر بالانفتاح المالي، لأنه في الحقيقة يدل على عمق السوق وقوتها فهو يقيس وزن الشركات العشر في رسملة السوق، وكلما كان الوزن مرتفعا يزداد تعرض السوق للانهيار فورا أو الإفلاس أو خروج إحدى الشركات، في هذه الحالة يمكن القول أن السوق غير عميقة ورغم ضعف الأثر على هذين المعيارين فان استفادة السوقين مؤكدة ويمكن القول نظريا أن كل الأسواق تستفيد.

ويشار أيضا إلى بقاء بعض المعايير بعيدا عن تأثير التدفقات الأجنبية يشكل وضعية أكثر أمنا للسوق في حال انسحاب الأجانب عند الاضطراب.

الكلمات المفتاحية:

العولمة المالية– الأسواق المالية الناشئة– الاندماج المالي– الأزمات المالية– تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

Résumé:

Les développements actuels dans l'économie mondiale indiquent la croissance d'une ouverture financière majeure et une direction rapide vers la mondialisation financière qui a imposé un nouveau modèle de relations financières internationales à la lumière d'un nouveau système financier basé sur l'efficacité dans l'allocation des ressources financières à travers le monde. La mondialisation financière a aussi contribué, par le biais du processus de libéralisation financière, aux flux de grandes quantités de capitaux, par conséquent, l'investissement et en récolter les bénéfices, jusqu'à ce que la mondialisation des marchés de capitaux a généré une perturbation relative et un manque de stabilité financière, ce qui reflète négativement sur les marchés financiers émergents.

Les marchés financiers émergents ont réussi dans une large mesure dans le processus de mobilisation de l'épargne et ont attiré des investisseurs internationaux. ces marchés sont apparus au cours des vingt dernières années comme un pôle important de l'économie mondiale, caractérisés par des taux élevés du point de vue économique, et de taux de rendement considérables du point de vue de l'investissement, et en dépit du contraste explicite de ces marchés et de leur manque d'homogénéité ils ont été en mesure de changer la carte financière du monde et d'influencer les décisions d'investissement international, aussi grâce à leurs caractéristiques de forte augmentation et d'attractivité des investissements, en plus des revenus élevés. Ces marchés restent, malgré leur grande distinction pendant des années, des marchés de seconde classe en termes de performances offertes, vu l'amélioration des performances de manière significative en particulier durant la première moitié des années quatre-vingt-dix, mais pas de façon suffisante.

Les stratégies d'ouverture adoptées par les pays en voie de développement ont eu un rôle très efficace dans la réception des flux importants et considérables des capitaux étrangers. Ce qui a permis à ces pays d'améliorer de nombreux indicateurs internes et externes, ainsi que profiter des aspects positifs de l'intégration financière de façon efficace. Et cela avant qu'il ne redevienne claire que ce pays n'ont pas bien manipulé les aspects les plus importants de cette ouverture ceux qui concernent les risques liés au système financier international lui-même, ce qui les a amenés à tomber dans des crises financières au cours des années quatre-vingt-dix et au début du 21 siècle.

Les marchés financiers émergents et malgré leurs différents stades de développement et de différenciation, se partagent certaines caractéristiques générales. Les effets générés par l'ouverture des marchés financiers émergents sur ses variables internes sont presque identiques pour les marches émergents comme les marchés de l'Indonésie et la Corée du sud.

En analysant les effets des flux en devises des investissements financiers sur la performance de chacun des marchés de l'Indonésie et la Corée du Sud, il semble qu'une relation étroite entre l'évolution des flux des investissements étrangers dans ses titres et le développement de ses normes de performance comme en témoignent les coefficients de corrélation. Vu que les étrangers ont contribué de façon évidente dans la capitalisation des marchés de la Corée du Sud et de l'Indonésie comme ils ont une influence directe sur le taux de négociation et le taux de rotation dans les deux marchés. Ce qui signifie que le marché bénéficie grandement des flux d'investissements étrangers dans l'amélioration de sa capitalisation et de sa liquidité, tout en laissant l'indicateur des entreprises enregistrées loin de cette influence

Le taux de concentration se caractérise par son invulnérabilité à l'ouverture financière, car en fait il montre la profondeur du marché et sa force et une mesure le poids des dix entreprises dans la capitalisation du marché. Plus le poids est fort plus le marché est sujet au déclin immédiat et à la faillite ou la sortie de l'une des entreprises, dans ce cas on peut dire que le marché n'est pas profond, et malgré la faiblesse de l'impact sur ces deux critères le bénéfice des marchés est certain, et on pourrait même dire, théoriquement, que touts les marchés en bénéficient.

Il est également indiquer que le fait que certains critères restent loin de l'impact des flux de devises représente une position plus sûre du marché en cas de retrait des étrangers à cause des turbulences.

Les Mots-clés:
mondialisation financière - Les marchés financiers émergents - l'intégration financière - Les crises financiers- Les flux des capitaux étrangers.

Abstract:

Current developments in the global economy indicates the growth of a major financial openness and quick steering towards financial globalization, which has imposed a new model of international financial relations in the light of a new financial system based on the effective allocation of financial resources worldwide. Financial globalization has also contributed - through the process of financial liberalization - in the flow of large amounts of capital, therefore, investment and collecting the benefits, until the globalization of capital markets has created a disturbance and a relative lack of financial stability, which reflects negatively on emerging financial markets.

Emerging financial markets were successful to a large extent in the process of mobilizing savings and have attracted international investors. These markets have emerged over the last twenty years as a major pole of the world's economy. Characterized by high rates on the economic point of view, and considerable performance rates in terms of investment, and despite the explicit contrast to these markets and their lack of consistency they have been able to change the financial map of the world and influence the decisions of international investment, also thanks to their high growth and attractiveness of investment opportunities, in addition to high incomes. These markets, despite their great distinction for many years, are second-class markets in terms of performance offered provided the significant improvement of performances, especially during the first half of the nineties, which was not so sufficient.

Opening strategies adopted by the developing countries have had a very effective role in receiving important and significant flow of foreign capital. This has enabled these countries to improve many internal and external indicators, and enjoy the positive aspects of financial integration effectively. And this before it becomes clear again that these countries did not properly handle the most important aspects of this opening, those related to the risks of the international financial system itself, which led them to fall into financial crisis during the nineties and the early 21st century.

Emerging financial markets, despite their different stages of development and differentiation, share some general features. The effects generated by the opening of emerging financial markets on their internal variables are almost identical for the emerging markets such as the markets of Indonesia and South Korea.

Analyzing the effects of the flows of foreign currency from investments on the performance of each of the markets of Indonesia and South Korea, it seems that a close relationship between changes in flows of foreign investment in its securities and the development of their performance standards as proved by the correlation coefficients. Because foreigners have undoubtedly contributed to the market capitalization of South Korea and Indonesia as they have a direct influence on the rate of trading and turnover rate in both markets. This means that the market benefits greatly from foreign investment flows in improving its capitalization and liquidity, while leaving the indicator of registered companies away from this influence.

The concentration ratio is characterized by its invulnerability to financial openness, because in fact it shows the market depth and strength and it measures the weight of the ten companies in the market capitalization. More the weight is strong, the market is subject to immediate decline and bankruptcy or departure of one of the companies, in this case we can say that the market is not deep, and despite the low impact on these two criteria the benefit of the market is certain, and one might even say, theoretically, that all markets will benefit.

It is also said that the fact that certain criteria are far from the impact of currency flows represents a safer position in case the foreigners withdraw from the market because of turbulence.

The Key Word: financial globalization- Emerging financial markets- financial integration- financial crisis - flow of foreign capital.